

UNIVERSITE DE PARIS

FACULTE DE DROIT

ETUDE
SUR LES
Variations du Taux de l'Escompte
EN FRANCE
ET LEURS CONSÉQUENCES
AUX
XIX^e ET XX^e SIÈCLES

Thèse pour le Doctorat (Sciences Politiques et Economiques)
Présentée et soutenue le 1^{er} décembre, à 2 heures

par

Marcel POUJADE

Président : **M. Germain-Martin.**
Suffragants : **MM. Perreau**, professeur;
Lescure, chargé de cours.

PARIS
EDITIONS DE LA VIE UNIVERSITAIRE
13, Quai de Conti (VI^e)

1923

ETUDE

SUR LES

VARIATIONS DU TAUX DE L'ESCOMPTE EN FRANCE

ET LEURS

CONSEQUENCES AUX XIX^e ET XX^e SIECLES



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547525_0003

ETUDE

SUR LES

Variations du Taux de l'Escompte

EN FRANCE

ET LEURS CONSÉQUENCES

AUX

XIX^e ET XX^e SIÈCLES

Thèse pour le Doctorat (Sciences Politiques et Economiques)

Présentée et soutenue le 1^{er} décembre, à 2 heures

par

Marcel POUJADE

Président : **M. Germain-Martin.**

Suffragants : **MM. Perreau, professeur;**
Allix, chargé de cours.

PARIS

EDITIONS DE LA VIE UNIVERSITAIRE

13, Quai de Conti (VI^e)

1923

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Celles-ci sont considérées comme propres à leurs auteurs.



ETUDE

SUR LES

Variations du Taux de l'Escompte

EN FRANCE

et leurs conséquences aux XIX^e et XX^e siècles

I. — Principes généraux.

I. L'échange — la monnaie — le crédit — les effets de commerce — les banques — l'escompte, opération de banque — les acceptations — le mécanisme de l'émission des billets de banque — la limitation de l'émission — la réglementation de l'émission — l'escompte, opération principale d'une banque d'émission.

II. L'escompte à la Banque de France — personnes admises à l'escompte — effets admissibles à l'escompte (effets de commerce sur la France et l'étranger, chèques, warrants commerciaux et agricoles, bons du Trésor, coupons de rentes françaises, bons de monnaie) — effets non admissibles à l'escompte — prescriptions diverses aux effets à deux signatures.

III. Détermination du taux de l'escompte — la mobilité du taux — les variations saisonnières du taux — la stabilisation du taux de l'escompte — propositions Aimé Boutarel, 1863 — Bor Rigaud, 1865 — enquête 1866 — l'escompte et l'assurance contre l'insolvabilité du tiré — les caisses Raiffeisen — la Centralgenossenschaftskassen — participation de l'Etat aux bénéfices causés par hausse du taux de l'escompte au-dessus d'un taux donné.

IV. Nature de l'opération d'escompte — lois 1807, 1857, 1886 — l'escompte commercial — l'escompte rationnel — le taux d'escompte officiel en France, avantages de la modicité et de la fixité du taux.

II. — Le marché de l'escompte.

I. L'or base de la formation des prix — distinction entre le marché monétaire et le marché financier, l'offre sur le marché monétaire — rôle des banques d'émission — mécanisme de l'émission — la circulation et l'encaisse — le chèque et le billet de banque — rôle des banques de dépôts — les ouvertures de crédit — les banques d'émissions piliers du marché monétaire — le caractère des dépôts dans une banque d'émission.

II. Marché monétaire anglais Market rate — Bank rate — les bill brokers — faible encaisse de la Bank of England — marché monétaire allemand — les 3 taux d'escompte — le marché français — taux officiel privé en banque — le marché avant 1847 — les comptoirs d'escompte — l'industrie actuelle de l'escompte.

III. Le marché de l'escompte en temps de crise — crises monétaires générales — historique des crises — l'escompte pendant les crises.

III. — La politique de l'escompte.

I. Le change — l'échange international — la balance des comptes — l'opération de change — les opérations sur métaux précieux — le crédit international — la cote des changes — papier court — papier long — gold point

— taux de l'escompte et mouvements des métaux précieux — mouvement international des capitaux — l'acceptation — la mise en pension — l'influence du taux de l'escompte.

II. — Historique des variations du taux de l'escompte en liaison avec celles du change et les mouvements des métaux précieux. Avant 1850, la France était en fait à l'étalon d'argent. En 1847, premiers essais de la hausse du taux de l'escompte en Angleterre et en France — la guerre d'escompte en 1857 — Influence de la hausse du taux de l'escompte sur le change d'un pays au régime du cours forcé avec noyau d'or : Autriche 1893 — principales variations à la fin du XIX^e siècle, en 1906, 1907, en 1913.

III. Théories relatives à la hausse du taux de l'escompte : 1^o l'Ecole classique (Ricardo, Stuart Mill) — Goschen, L. Say — 2^o Ansiaux — appréciation.

IV. Les politiques d'escompte : Banque d'Angleterre — Reichsbank — Banque de France — les auxiliaires de la politique d'escompte — la prime sur l'or — la politique des devises — autres moyens.

IV. — L'escompte pendant et depuis la guerre.

I. Modifications du régime monétaire — l'inflation — la hausse des prix — influence sur le taux de l'intérêt — l'offre sur le marché monétaire depuis 1914 — rôle de la banque d'émission — le réescompte en juillet-août 1914 en France — la pratique anglaise : les currency notes — rôle des banques de dépôt — conséquences de l'inflation — la dépréciation des monnaies — la prime de l'or — situation de l'or dans le monde — la demande

sur le marché monétaire pendant la guerre — le bon de la Défense — les besoins de l'Etat et les mouvements de la circulation et des avances de la Banque de France — le bon du Trésor en France et en Angleterre — rapport entre le taux d'escompte et le taux des bons du Trésor — le bon de la Défense sur le marché de l'escompte — l'escompte commercial pendant la guerre — la demande depuis l'armistice : la spéculation sur marchandises, sur le change — état du marché monétaire en 1920.

II. La politique de limitation de l'inflation et le taux de l'escompte — la situation monétaire dans le monde en 1917 et 1919-20 — les hausses du taux de l'escompte.

III. Situation actuelle du marché monétaire : liquidation de la crise de 1920 — diminutions du taux de l'escompte — les banques de dépôt pendant et depuis la guerre, le retour aux pratiques d'avant-guerre — le taux de l'escompte dans les Etats à inflation rapide — la solidarité des marchés reprend malgré leur nationalisation — variations de l'escompte en 1923.

Conclusion.

Principes généraux.

I. L'échange consiste à donner une chose contre une autre. Il est à la fois la cause et l'effet de la division du travail, l'agent de l'évolution de la vie économique.

Troc à l'origine, l'échange s'est décomposé rapidement en deux opérations distinctes, une vente et un achat et il a eu besoin d'un intermédiaire : la monnaie. Cette dernière est une marchandise communément appréciée et divisible et si elle est un moyen de l'échange elle est aussi un moyen de comparaison des valeurs.

Une personne ayant besoin de marchandises peut avoir l'équivalent en valeur de celles-ci en un autre lieu ou plus tard. Elle ne peut, par suite, faire l'échange qui nécessite la remise immédiate d'une valeur égale à celle reçue. Un facteur est donc nécessaire pour faciliter l'échange ; dans ce cas, c'est le crédit.

Le crédit est l'échange d'une chose actuelle contre une autre équivalente, fournie dans un temps déterminé. Les opérations de crédit se rencontrent dans toutes les civilisations, mais elles ont pris de nos jours une importance très grande. Presque toutes les entreprises industrielles et commerciales, tous les gouvernements vivent plus ou moins du crédit.

Le crédit ouvre à l'échange un champ d'action beaucoup plus vaste que celui où il pouvait se mouvoir en utilisant seulement la monnaie. Grâce au crédit, il y a une meilleure utilisation des biens, qui sans lui resteraient plus ou moins stériles et une meilleure utilisation des personnes qui sans lui resteraient plus ou moins sans

emploi. Cette fécondité du crédit a pour conséquence indirecte d'encourager la capitalisation et de provoquer ainsi un accroissement des capitaux. Au point de vue des échanges, il offre de grandes facilités par les délais même qu'il laisse pour l'exécution des paiements, par les perfectionnements qu'il permet dans les instruments d'échange. L'emploi de la lettre de change, du billet à ordre, du billet de banque, procédés à base de crédit, épargne de la monnaie métallique. Mais celle-ci est toujours à la base du crédit, en est le soutien. Au jour où il est restreint, elle reprend son rôle d'intermédiaire dans les échanges.

La monnaie n'est pas la même chez tous les peuples, aussi dans les échanges qu'ils ont entre eux, doit-il y avoir en outre une opération de change de monnaies. Le change des monnaies est l'opération primitive des banques. Au moyen âge, en particulier époque où les monnaies étaient nombreuses, disparates et souvent défectueuses, le commerce des monnaies était la principale occupation des banquiers. Ils faisaient aussi office de caissiers, recevant des dépôts; de comptables faisant les recettes et les paiements au nom de leurs clients, pratiquant des virements, se chargeant en particulier par le commerce des lettres de change, des paiements à l'étranger. Il était naturel que les banquiers qui disposaient de capitaux abondants — les leurs et ceux de leurs clients — en vinssent peu à peu à faire des avances et à devenir les intermédiaires du crédit.

En effet, l'expérience prouve que les dépôts ne sont pas rappelés tous à la fois, on peut donc en prêter une partie. Mais la prudence invite à ne faire que des prêts à court terme. Le fabricant qui a vendu des marchandises à crédit peut avoir besoin d'argent pour régler ses fournisseurs. Il a tiré sur ses acheteurs des lettres de change

à trois mois; si la valeur actuelle de ces dernières est égale à ce qu'il doit, il pourra les remettre à ses créanciers. Il leur transmettra la propriété des effets en les endossant. Cette égalité de valeur est peu fréquente, aussi le fabricant a-t-il avantage à s'adresser à un banquier qui lui versera la valeur actuelle de ses effets. c'est-à-dire leur valeur nominale diminuée des intérêts à courir jusqu'à l'échéance. Il y aura eu escompte de la lettre de change. L'escompte est donc un prêt à intérêt, garanti par un gage : l'opération commerciale.

Par l'escompte, le banquier ou le capitaliste, qui a des fonds disponibles, vient se substituer au négociant dans tous les crédits qu'accorde celui-ci, sans exiger d'autres gages que sa signature. Le négociant conserve ainsi quelque multipliées et considérables que soient ses affaires, la disposition de son capital personnel et la liberté de ses mouvements.

L'escompte est une des branches les plus importantes de l'industrie des banques, parce qu'il est une opération de crédit réel et personnel. Il a un gage, les marchandises vendues et, s'il est l'opération la plus sûre, il est aussi la plus rémunératrice.

On appelle escompte, soit l'opération de cession de créance, soit la déduction prélevée par le banquier. On entend aussi par escompte la réduction que le vendeur consent sur le prix à l'acheteur à crédit, quand celui-ci le paie avant le terme. On dit aussi qu'il y a escompte, dans les marchés à terme portant sur des valeurs de bourse, lorsque l'acheteur use de la faculté d'exiger la livraison avant le terme.

Sous le nom d'acceptations figure dans les bilans une opération d'escompte qui ne répond pas à ces principes et constitue en réalité une opération de crédit personnel.

Ainsi, un négociant ayant des produits vendus mais non fabriqués, a besoin d'argent : il s'adresse à une banque et tire sur elle. Celle-ci accepte. Il fait escompter l'effet et a ainsi des fonds. En additionnant la commission de l'accepteur et l'escompte, il a payé moins cher que s'il avait demandé des avances à une banque. Les acceptations ont une grande importance dans le commerce international.

Nous voyons donc que par les dépôts, les négociants font crédit au banquier et d'autre part, celui-ci en prêtant, sous des conditions déterminées, les fonds déposés, ce qu'il peut faire puisqu'il n'est pas tenu de restituer les fonds mêmes qu'il a reçus, fait crédit aux industriels qui ont besoin d'argent. Sa faculté d'escompte est ainsi limitée à la portion des dépôts, non susceptibles de retraits, augmentée des fonds propres à la banque. Mais cette dernière n'aurait plus de garantie pour sa gestion, si son pouvoir d'escompter était totalement employé. Une combinaison s'imposait donc. Son point de départ est le dépôt d'espèces métalliques en échange desquelles la banque émet des billets, simples certificats de lingots. Munie de cette encaisse, la banque va pouvoir faire du crédit. Recevant d'une main les effets de commerce escomptés qu'elle place dans son portefeuille; de l'autre, elle émettra, en représentation de ces effets, d'autres effets qui seront des billets de banque. Le billet émis dans ce cas n'est plus un certificat de métal, mais une obligation commerciale destinée à remplacer les effets de commerce, dont la circulation est trop difficile. Cependant l'opération peut être ainsi conçue : la banque a remis du métal en échange des effets escomptés et le négociant a laissé cet or en dépôt acceptant des billets en échange.

Ainsi la succession des billets émis par une banque à l'occasion d'opérations de crédit peut être considérée comme représentant un montant égal de dépôts faits par le public emprunteur à la banque. Seulement, ces dépôts sont faits non pas au moyen de métal apporté par le déposant, mais au moyen de métal que la banque a prélevé dans son encaisse, remis au public et que celui-ci lui a rapporté. Cela a pour conséquence d'enfler la circulation sans modifier l'encaisse. Cette faculté d'émission n'est pas sans limites, car la banque ne peut pas faire indéfiniment crédit avec ses billets. Ceux-ci sont des promesses de remboursement en métal et il est toujours à craindre pour la banque qu'une partie des billets en circulation lui soit rapportée et qu'on lui demande en échange des espèces. En effet, les caractéristiques du billet de banque sont d'être remboursable à vue, toujours exigible, transmissible au porteur, d'avoir une valeur ronde, de ne pas porter intérêt. Ces qualités invitent la banque qui l'émet à une certaine réserve. Selon des économistes comme A. Smith, Léon Say, Leroy Beaulieu, la circulation des billets se limite d'elle-même. Quelle que soit l'augmentation des instruments d'échange, dit A. Smith « le canal de la circulation, si je puis me permettre cette expression, restera précisément le même qu'auparavant. Tout ce qu'on y versera au delà de cette somme (la somme nécessaire aux échanges) ne pourra y prendre son cours mais sera forcé de déborder. » (« Richesse des Nations », p. 345). M. Leroy Beaulieu dit, en parlant de l'extension des émissions : « un mécanisme automatique qui sert de frein et que rien ne peut remplacer, c'est la convertibilité des billets en espèces. Chaque fois que ceux-ci tendent à devenir surabondants, ils reviennent aux guichets de remboursement. » (« Traité théorique

et pratique d'Economie politique », 2 éd., p. 671.)

Cette doctrine fut celle des législateurs qui élaborèrent les statuts de la Banque de France du 24 Pluviôse an VIII. Les émissions doivent être faites conformément aux dispositions légales et dans des proportions « telles, qu'en aucun temps la Banque ne puisse être exposée à différer le paiement de ses engagements au moment où ils lui sont présentés. » Des circonstances exceptionnelles ont conduit le législateur à fixer en 1848 un maximum des émissions, qui supprimé peu de temps après fut rétabli en 1870 et maintenu depuis, sous réserve des augmentations nécessitées par le développement des besoins de la circulation.

Si, en principe, il n'appartient pas à une banque d'augmenter arbitrairement le chiffre de ses émissions, la circulation fiduciaire étant limitée par l'étendue des besoins d'échange, toute banque doit pouvoir émettre des billets. Avançant seulement des promesses de payer, elle a l'avantage de pouvoir étendre ses affaires d'es-compte de tout le montant de la valeur des billets qu'elle sait par expérience pouvoir mettre en circulation, sans crainte de les voir présenter à ses guichets à fin de remboursement. Mais, comme le constate Ad. Smith dans « Richesse des Nations » : « plus l'émission s'accroît, plus le risque de demandes de retrait est grand, donc plus l'encaisse doit être augmentée. »

L'application de cette doctrine est la liberté de l'émission. La pratique en a démontré les inconvénients. L'absence de tout contrôle rend d'ailleurs le système dangereux et la tendance actuelle est d'accorder dans chaque Etat, le monopole de l'émission à une banque unique. Depuis 1913, les Etats-Unis sont entrés aussi dans cette voie, bien qu'étant la nation la plus acharnée dans la

défense de la liberté économique.

Nous venons de voir brièvement les relations qui existent entre l'encaisse métallique, la circulation des billets et l'escompte, et il apparaît clairement que l'escompte est l'opération par excellence d'une banque d'émission. En effet, les effets escomptés sont à courte échéance, l'encaissement des effets a donc lieu successivement et pour qu'une banque d'émission puisse faire face à toutes les demandes de remboursement, il suffit que celles-ci soient échelonnées sur une période de cinq à six semaines, durée moyenne des échéances.

Toutes les législations qui ont réglementé la faculté d'émission ont fait de l'escompte une opération statutaire, pour les banques privilégiées.

En Allemagne, la loi du 14 mars 1875, art. 44, prescrit :

« Toute banque voulant bénéficier du droit d'émission ne peut faire que les opérations ci-après : acheter et vendre de l'or et de l'argent en lingots et monnaies — escompter, acheter et vendre des lettres de change à 3 mois d'échéance maximum, et ayant 2 ou 3 signatures, des obligations de l'Empire, d'un Etat allemand, de corporations communales allemandes à l'échéance de 3 mois au plus et payables à leur valeur nominale. »

Les statuts de la Banque Nationale de Belgique du 5 mai 1851 la montrent spécialement créée pour escompter les effets de commerce à trois signatures solvables. Dans certains cas, deux signatures, avec un gage en marchandises, sont suffisantes. Les bons du Trésor peuvent être escomptés jusqu'à concurrence de 10 millions.

Le rapport entre l'encaisse et l'émission est aussi réglé par les statuts dans diverses législations.

Le pouvoir d'émission de la Banque d'Espagne ne

peut dépasser dix fois le capital social, soit un maximum de 1,500 millions de pesetas et l'encaisse doit être, dans tous les cas, au moins égale au tiers des billets en circulation.

En Belgique, l'encaisse doit être au moins le	1/3
En Hollande	» » les 40/100
En Italie	» » 48/100
En Russie	» » 50/100
des billets émis,	

et si l'émission dépasse 600 millions de roubles, tout billet émis au delà de ce chiffre doit être garanti par son équivalent d'or (oukase 29 août/10 septembre 1897).

En Allemagne, la loi du 14 mars 1875 déclare que le montant de l'émission doit être couvert pour un tiers au moins en monnaies allemandes ayant cours légal, en billets des autres banques d'émission, en bons de Caisse d'Empire, en lingots d'or ou monnaies étrangères, les deux autres tiers qui constituent la circulation à découvert doivent être garantis par des lettres de change. Le contingent des billets non couverts par l'encaisse n'est pas limitée, mais s'il dépasse 550 millions de marks en temps ordinaire et 750 en fin de trimestre, cet excédent est soumis à un impôt de 5 %.

En Angleterre, tout billet émis doit être couvert par l'encaisse £ pour £. L'Act du 18 juillet 1844 prévoit cependant une émission non couverte de £ 14 millions; ce pouvoir supplémentaire d'émission est de £ 19,750,000 actuellement et pourra s'élever à £ 19,929,250 quand les dernières banques privées à Guernesey et à Man cesseront leurs émissions. Les possibilités d'escompte de la Banque d'Angleterre sont donc réduites, aussi quand

cette réserve est sur le point d'être épuisée, il faut suspendre l'application de l'Act de 1844. En fait, il a été suspendu quatre fois. En 1914, au moment de la guerre, il y eut grande demande de billets, mais pas d'or à verser au département de l'émission, donc pas de billets. Le 29 juillet 1914, la réserve contenait 25 millions, le 1^{er} août au matin elle tombait à £ 17,400,000. La Trésorerie fut prévenue que si l'Act de Robert Peel n'était pas enfreint, on ne pourrait continuer à fournir des billets. Il fut répondu le même jour, que l'Act pouvait être transgressé, à condition de porter l'escompte à 10¹%. C'est ce qui eut lieu, le samedi 1^{er} août. Une loi ratifia cette quatrième violation de l'Act de 1844 et prescrivit l'émission des Currency Notes.

Le système anglais n'a aucune souplesse, mais l'organisation bancaire s'est adaptée à ces restrictions et, à côté du billet de la Banque d'Angleterre, fonctionne le chèque.

La Banque d'Angleterre escompte les effets de commerce à 95 jours maximum d'échéance, aux seules personnes qui ont chez elle un compte courant ou qui ont obtenu de n'avoir qu'un compte d'escompte. Tous les effets présentés doivent avoir au moins deux bonnes signatures anglaises et être tirés sur une maison anglaise.

II. En France, si la loi du 24 Germinal an XI (14 avril 1803), dans son article 4, ne fixe aucune limite à l'émission, ni rapport entre la circulation et l'encaisse, le décret du 16 janvier 1808 constituant les Statuts Fondamentaux de la Banque de France énumère les opérations statutaires, parmi lesquelles se trouve l'escompte. Dans l'exposé des motifs de projet de loi sur la Banque de France (projet qui devait devenir la loi du 28 avril

1806), Regnaud de St-Jean d'Angély, Conseiller d'Etat, reconnaît l'importance de l'escompte et l'article 19 de la loi du 22 avril 1806 prescrit que nul effet ne pourra être escompté « que sur l'approbation du Conseil Général et avec l'approbation formelle du Gouverneur ». Le privilège d'émission de la Banque de France a fait d'elle un organisme supérieur réglant la circulation fiduciaire et ordonnant par l'escompte toutes les opérations bancaires de France.

Pour être admis à l'escompte, il faut remplir les formalités et conditions exigées pour l'admission au compte courant. Toute personne qui désire être admise au bénéfice du compte courant simple ou avec faculté d'escompte, doit en faire la demande par écrit au Gouverneur à Paris ou au directeur de la succursale en province.

La demande doit indiquer les nom, prénoms ou raison sociale du demandeur, son domicile, sa profession, la nature de son commerce ou de son industrie, et être signée par lui. La demande d'une société doit être signée des associés, gérants ou administrateurs.

Toute demande doit être accompagnée d'un certificat signé par trois personnes, qui déclarent connaître le demandeur et assurent qu'il fait honneur à ses engagements. Pour les sociétés, à l'appui de la demande, il faut une expédition de l'acte de société s'il est notarié, et dans le cas contraire, copie sur papier libre certifiée véritable, à laquelle doit être joint, à titre de communication, un des originaux ainsi qu'un numéro du journal contenant les publications légales.

Pour les sociétés anonymes, à la demande doivent être joints :

une expédition notariée des actes constitutifs de la société;

les statuts imprimés et certifiés conformes;

la liste des actionnaires;

le journal contenant les annonces légales;

un extrait sur timbre de la délibération nommant les gérants pour une commandite par actions, ou les administrateurs pour une société anonyme;

la liste certifiée des administrateurs en fonction avec spécimen de leur signature.

Les demandes sont examinées par le Gouverneur ou le directeur, selon le cas, soumises au Comité d'Escompte qui statue et sont admises après la ratification du Conseil d'administration. Les faillis réhabilités ne sont admis à l'escompte qu'après avoir donné connaissance au Comité d'escompte du jugement de réhabilitation. Un failli non réhabilité, le directeur d'une succursale de la Banque, le Gouverneur et les Sous-Gouverneurs, les Trésoriers payeurs généraux peuvent être admis à l'escompte.

Les effets admissibles à l'escompte doivent être souscrits par des commerçants, des syndicats agricoles ou par toutes autres personnes notoirement solvables; — être payables dans une ville bancable — avoir une échéance déterminée qui ne peut excéder trois mois — être timbrés conformément à la loi, être revêtus de 3 signatures ou de deux signatures avec dépôt de valeurs en garantie, pour remplacer la troisième signature (1)

(1) Parmi les valeurs admises en garantie de 3^e signature, sont les actions de la Banque de France (décret 16 janv. 1808), les effets publics français de toute nature (art. 3 l. 30 juin 1840) et les valeurs sur lesquelles elle est autorisée à faire des avances (art. 2, décret 13 janv. 1869). Les transferts en garantie sont faits au nom de la Banque (art. 15, Ordonn. 25 mars 1841) et n'arrêtent pas les poursuites contre les signataires des effets. Ce n'est qu'à défaut de paiement et après protêt que la banque se couvre en disposant des titres à elle transférés. Bien

— être revêtus d'endos réguliers pour ceux des endos antérieurs à celui du cédant qui doit toujours être signé en blanc et non daté — être établis selon les prescriptions légales et enfin être au minimum de cinq francs.

On donne le nom de broches aux effets d'un nominal inférieur à cent francs. Depuis la loi du 29 décembre 1911 ratifiant la convention du 9 novembre 1911, la Banque admet aussi à l'escompte des effets payables à l'étranger ou dans les colonies. Il s'agit, bien entendu, d'effets tirés de France ou remis en règlement à des commerçants résidant en France.

La Banque de France prend à ses escomptes les lettres de change et autres effets de commerce à ordre, les chèques, les bons du Trésor, les coupons de rentes françaises dans les trois mois qui précèdent leur échéance et les bons de monnaie. Ce sont des engagements, souscrits par le caissier agent comptable de l'administration des monnaies et médailles, de payer à une échéance déterminée le produit de la conversion en espèces des matières d'or versées à l'Hôtel des Monnaies. L'échéance en est déterminée par les délais nécessaires à la fabrication. Le maximum est de un mois et le délai est de dix jours actuellement. Ils furent établis par un arrêté du 10 Prairial an XI. Une ordonnance du 26 décembre 1827 substitua le Directeur au caissier, comme souscripteur du

qu'aux termes de l'art. 12 du décret du 16 janvier 1808, le montant des valeurs déposées doit répondre de la totalité des effets escomptés, la Banque de France consent, dans certains cas exceptionnels, à laisser dépasser cette limite, toutes les fois que la nature du papier et la qualité des signatures lui paraissent permettre cette facilité sans danger pour elle. Les titres déposés en nantissement par le titulaire d'un compte courant avec faculté d'escompte, ou par un tiers servent de garantie à tous les effets portant la signature du compte courant et qui se trouvent dans le portefeuille de la Banque, à quelque titre que ce soit.

bon et seul responsable du paiement. L'établissement de la régie, en 1880, a institué pleine responsabilité de l'Etat.

Les billets créés sur prêts pour marchandises et portant les mêmes mentions de nantissement que les warrants peuvent être admis à l'escompte. Les effets revêtus de la mention « sans frais » sont admis également.

Les effets doivent être garantis par trois signatures, exigent les articles 11 et 12 du décret de 1808, mais pour les warrants commerciaux la marchandise remplace une signature. Depuis la loi du 31 août 1870, la signature de l'exploitant d'un magasin général peut figurer au warrant, non seulement comme simple dépositaire de la marchandise, mais encore comme prêteur ou endosseur.

La Banque, en exécution de loi du 18 juillet 1898, accepte les warrants agricoles revêtus de deux signatures.

Tout chèque peut être admis à l'escompte quand les deux signatures du tireur et du présentateur ont une valeur bien établie.

Cette remise à l'escompte paraît anormale, attendu que le chèque est un titre obligatoirement payable à vue. Mais si un commerçant reçoit un chèque payable en une autre place que la sienne ou un chèque barré, et qu'il a besoin immédiatement de son argent, elle se montre comme une nécessité. Ne pouvant encaisser lui-même il doit remettre son chèque à une banque qui l'encaissera mais ne lui en versera le montant qu'après l'encaissement, tandis qu'en présentant à l'escompte, il a disposition immédiate de sa créance.

D'après les statuts, ne sont pas admissibles à l'escompte :

Les effets dérivant d'opérations qui paraîtraient con-

traires à la sûreté de l'Etat (art. 5, loi du 24 Germinal an XI), les effets qui résulteraient d'un commerce prohibé — les effets, dits de circulation, créés collusoirement entre les signataires sans cause ni valeur réelle — les effets revêtus de la signature du directeur de la succursale, d'officiers ministériels ou d'administration ou de trésoriers généraux — les effets créés par les faillis non réhabilités — les effets non timbrés et ceux qui ne remplissent pas les conditions exigées par le Code de Commerce ou par les lois qui régissent les chèques, warrants commerciaux ou agricoles — les traites avec connaissance stipulant comme bonification d'escompte un taux fixe et déterminé, pouvant différer de celui de la Banque au jour du retrait, les chèques avec connaissance — les bons à ordre des sociétés de crédit.

Depuis le 12 mars 1863, la Banque de France admet à l'escompte les traites accompagnées du connaissance et de la police d'assurance, stipulant, au profit du tiré, la faculté, moyennant paiement, de les retirer de la circulation avant l'échéance. Les traites retirées avant l'échéance, par les ayants-droit, leur sont rendues sous bonification de l'escompte, au taux de la Banque au jour du retrait pour le restant à courir jusqu'à l'échéance avec cette réserve, en faveur de la Banque, qu'en aucun cas elle ne peut recevoir moins de 10 jours d'escompte.

En exécution des prescriptions de l'article 11 de la loi du 28 mai 1858, la Banque admet à l'escompte avec dispense d'une des trois signatures statutaires, les warrants commerciaux qui lui sont présentés par des personnes titulaires d'un compte courant. En principe, les warrants commerciaux ne peuvent être admis à l'escompte que dans les villes où se trouvent les magasins généraux qui détiennent les marchandises. Le tableau

des marchandises warrantables est établi et revisé en cas de besoin par le Conseil général, qui détermine aussi la quotité des avances à consentir.

La Banque n'accueille comme warrants agricoles, que ceux assurés à une compagnie notoirement solvable. (Art. 8, l. 18 juillet 1898.)

III. Les pouvoirs publics ayant déclaré le cours légal des billets de banque en ont fait des succédanés de la monnaie. Or, le droit de battre monnaie est un droit de l'Etat, donc comme la Banque d'émission est indépendante, l'intérêt public exige que l'émission soit contrôlée. C'est pourquoi nous avons vu l'escompte, opération de banque par excellence, choisi comme opération statutaire pour la plupart des banques privilégiées (1).

Les statuts de la Banque de France et les diverses lois qui les ont complétés déterminent nettement, comme il a été expliqué ci-dessus, les conditions de l'escompte. Seul, le taux n'a pas été fixé, car il n'appartient pas à l'Etat de le faire. Le taux de l'escompte est en effet fixé par la loi de l'offre et de la demande. Il dépend aussi de la nature de l'opération. Si les capitaux sont abondants le taux d'escompte est peu élevé et ne varie qu'en fonction du risque que court le banquier. Cette question du risque a déterminé les divers taux, que nous trouvons sur un marché, car il est inévitable que des effets tirés sur des maisons de premier ordre, sont escomptés à un

(1) Je ne conçois clairement dans les opérations de la Banque que l'escompte et j'attribue la dernière crise (celle de 1805) de cet établissement, la plus forte qu'on ait éprouvée depuis Law à ce que l'escompte a été mal fait.

(Déclaration de Napoléon au Conseil d'Etat, 22 avril 1806.)

taux inférieur à celui employé dans l'escompte de traites tirées sur de petits commerçants. Le taux est donc fonction de la solvabilité des signataires. Mais nous avons vu que le risque est limité, quand un effet est escompté par une banque d'émission, par suite des conditions exigées pour la présentation. Le taux d'escompte de cette banque est donc conditionné non plus par deux variables : l'offre et la demande, d'une part, et le risque d'autre part, mais par une seule : l'état du marché monétaire. Il en résulte que le taux officiel est indépendant du taux privé. Cependant il n'est pas sans influence sur ce dernier. Si les banques privées, n'étant pas tenues par des règles comme la Banque de France dans leurs conditions d'escompte, peuvent attirer à elles le papier de premier ordre par un taux modéré, elles recueillent aussi beaucoup d'autres escomptes, qui ne seraient pas acceptés par la Banque de France et à un taux supérieur à celui de cette dernière. En effet, il faut que si la nécessité s'en fait sentir ils puissent s'adresser à elle, pour obtenir des disponibilités, que seule elle est capable de leur fournir. Or, l'opération de réescompte ne peut leur laisser de bénéfice que si le taux d'escompte est plus élevé que celui du réescompte. Il en résulte donc qu'à de certains moments, le développement des opérations des sociétés de crédit peut entraîner un accroissement des escomptes de la Banque centrale. D'autre part, le taux hors banque réagit sur le taux officiel. L'augmentation des dépôts dans les sociétés de crédit leur permet de pratiquer l'escompte sur une grande échelle, de concurrencer la banque d'émission. En France, le développement des escomptes des sociétés de crédit a été plus rapide que celui des escomptes de la Banque de France.

Avec la pluralité des banques d'émission, le taux de

l'escompte se règle aussi selon que le capital servant aux paiements est abondant ou rare.

L'activité des affaires accroît la circulation des effets de commerce, provoque une utilisation de plus en plus complète des capitaux disponibles, et c'est donc au moment où les présentations à l'escompte sont plus nombreuses que les capitaux deviennent plus rares sur le marché monétaire. Immédiatement joue la loi de l'offre et de la demande et se produit la hausse du taux de l'escompte. Le principe de la détermination des prix s'applique aux capitaux comme à n'importe quelle marchandise.

La mobilité du taux est donc inévitable et une banque d'émission ne peut avoir un taux différent de celui du marché. Si son taux était supérieur, ses opérations seraient nulles; s'il était inférieur, son portefeuille se gonflerait, sa circulation de billets s'accroîtrait et il y aurait alors risque quant à leur convertibilité en or. Le taux de la banque d'émission détermine avec une quasi certitude le prix des capitaux disponibles (1).

Avant la guerre, sauf aux époques de crise, le taux de l'escompte libre variait selon un rythme saisonnier, en liaison avec les mouvements du change. Sur les grands marchés monétaires de Londres et de Paris il subissait une hausse régulière à partir du mois d'août, il atteignait son point culminant en novembre. En décembre commençait généralement une détente, qui se poursuivait jusque vers le mois de juillet. Naturellement, la

(1) Quand la Banque de France change son taux d'escompte, elle modifie presque toujours en même temps celui des avances. Pendant longtemps, ce dernier ne dépassait guère celui de l'escompte, mais à la suite de réclamations du commerce, une différence entre les deux taux a été établie.

règle subissait des exceptions. Mais si nous prenons les moyennes des taux mensuels calculés sur un certain nombre d'années, leur courbe suit un tracé correspondant très exactement à cette description.

D'après les chiffres d'un article de M. F. G. Peake dans « Banker's Magazine » de mai 1921, nous relevons, calculées pour une période de 33 ans (1882 à 1913), les moyennes mensuelles des taux d'escompte des traites à trois mois sur le marché de Londres :

Janvier . . .	3.17 %		Juillet	1.83 %
Février . . .	2.82		Août	2.27
Mars	2.74		Septembre . . .	2.54
Avril	2.34		Octobre	2.97
Mai	2.42		Novembre	3.53
Juin	2.13		Décembre	3.44

D'après les chiffres donnés à la page 77 de l'ouvrage de M. Roulleau : « Les Règlements par effets de commerce en France et à l'étranger », nous déterminons pour la période 1909-1913 les moyennes mensuelles ci-après du taux d'escompte libre sur le marché de Paris :

Janvier . . .	2.96 %		Juillet	2.39 %
Février . . .	2.59		Août	2.39
Mars	2.53		Septembre . . .	2.74
Avril	2.59		Octobre	3.19
Mai	2.44		Novembre	3.27
Juin	2.43		Décembre	3.27

La mobilité du taux de l'escompte est inévitable; à de certains moments, elle s'impose même; notamment quand le gold-point de sortie est atteint la hausse du

taux est une nécessité. Mais il est compréhensible que la modicité et la stabilité du taux soient d'un grand intérêt pour le commerce et l'industrie. La Banque de France, grâce à sa forte encaisse et à un change favorable d'une façon presque constante, a toujours pratiqué la politique d'un taux modique et stable. Cependant, sous le Second Empire, il lui fut reproché de ne pas faire le nécessaire, pour préserver le commerce des variations subites et fortes du taux de l'escompte. Une enquête eut lieu sur ce sujet, en 1866, et diverses propositions furent émises. Selon les uns, il faut que le capital des banques privilégiées soit employé dans leurs affaires, que les prêts ou avances leur soient interdits, qu'elles attirent les dépôts par un intérêt et qu'elles mettent en circulation de petites coupures. D'autres ont proposé d'assigner à l'escompte un taux fixe ou un maximum élevé, d'autoriser le gouvernement à hausser le taux quand il le juge à propos et de fixer un minimum au-dessous duquel l'escompte ne pourrait jamais être abaissé. Ils n'ont pas songé que l'escompte n'étant pas monopolisé, il faudrait imposer les mêmes limites à tous les établissements qui le pratiquent. En outre, le prix de l'escompte ne peut être le même quand l'offre sur le marché monétaire est, ou n'est pas abondante. Aimé Boutarel, dans une brochure : « L'escompte fixe et invariable à 2% », éditée en 1863, proposait :

l'escompte fixe à 2 %, pour tous ceux qui désireraient des billets de circulation et de crédit, non exigibles en espèces;

un taux variable, pour ceux exigeant des billets remboursables en or. Le taux varierait selon l'abondance ou la rareté du numéraire.

Les billets non exigibles en espèces pourraient être

remboursés ultérieurement, suivant un change variable fixé par le Conseil Général de la Banque, d'après l'état de l'encaisse.

Bor Rigaud, dans «Exposé d'un système d'escompte», 1865, propose de porter le taux à 12 % si l'encaisse diminue, puis l'encaisse reconstituée bonifier 6 % aux effets escomptés à 12 %. Les billets remis aux porteurs des effets escomptés seraient remboursables au moment où l'encaisse aurait atteint la moyenne déterminée.

D'autres propositions ont eu pour but de rendre les variations moins fréquentes et les hausses moins fortes en procurant aux banques de plus amples ressources. On a proposé notamment, pour éviter de hausser l'escompte, de refuser une partie des demandes ou de n'en admettre qu'à des échéances plus courtes que les trois mois d'usage, ou de fixer le taux de l'escompte en proportion de la longueur des échéances. Mais, il vaut mieux payer cher l'escompte, que d'en être privé et trier entre les demandes, c'est porter tort aux commerçants évincés, c'est peut-être provoquer l'arrêt d'une industrie qu'une hausse de 1 ou 2 % n'empêche pas de marcher.

Quant à la graduation du taux de l'escompte, selon la longueur des échéances, c'est une mesure inefficace, car il suffit de réduire les échéances et de les prolonger par des renouvellements. D'ailleurs, ce système serait injuste, du papier à longue échéance pourrait être traité avec une rigueur inutile dans un temps où le capital abonderait et dans les moments de crise où il importe de maintenir l'encaisse il pourrait se présenter en grande quantité du papier à courte échéance, qu'il n'y aurait pas de raison de repousser.

Le risque de non paiement à l'échéance est donc une des causes de la cherté de l'escompte; aussi a-t-on pro-

posé de combiner le Crédit et l'Assurance. Selon cette conception, il y aurait association entre la banque et l'assurance. Cette dernière garantissant la solvabilité de l'emprunteur, le banquier n'aurait pas à en tenir compte et le taux d'escompte serait seulement le taux d'une avance garantie doublement, par la provision et par l'assurance de l'effet. Pareil système nécessiterait des réassurances multiples et ceux qui l'ont imaginé voient en lui une panacée permettant l'activité économique et, par suite, une stabilisation des prix et des changes. Il a été étudié au congrès des Conseillers du Commerce extérieur, tenu à Marseille en 1922.

La fondation de coopératives de crédit a eu aussi pour but d'éviter au petit commerce les inconvénients de la hausse du taux de l'escompte. La réalisation la plus intéressante de cette idée est due à Raiffeisen, bourgmestre d'une localité de la Prusse rurale. Sa première caisse fut établie en 1849, la seconde en 1854, la troisième en 1862, la quatrième en 1868. Vers 1874 l'idée commença à se répandre dans le monde entier. En 1895, fut fondée à Berlin, une Caisse Centrale des Associations de Crédit Mutuel éparpillées en Prusse. Actuellement, ces caisses locales sont groupées par un Verband et les Verbands se groupent autour de la Centralgenossenschaftskasse. Cette caisse, au capital de 5 millions de marks en 1895, de 20 millions en 1896 et de 50 millions en 1898, a su éviter à ses affiliés les fortes hausses du taux de la Reichsbank en 1899, 1900 et 1907. Durant la crise de 1907, son taux fut de 3 1/2, tandis que celui de la Reichsbank était de 7 1/2 % et celui hors banque 9 %. Il y a là une anomalie, mais compréhensible, car le crédit mutualiste prussien est essentiellement décentralisé. Les épargnes sont pour ainsi dire utilisées dans les villages où elles

ont été créées. Si les demandes de crédit augmentent quand les prix haussent, les caisses réduisent les crédits ou tout au moins, lorsqu'une certaine limite est franchie, le taux d'escompte du marché se substitue au taux de faveur. La limitation des crédits à taux de faveur empêche les opérations malhonnêtes et la spéculation de la part des affiliés avec l'argent des caisses.

La portée de ces divers moyens de fixation du taux de l'escompte est restreinte. Si l'escompte n'est pas de la compétence du gouvernement, il n'est pas non plus de celle d'une banque, ou d'associations de crédit. Sa mobilité est inévitable et sa hausse est absolument nécessaire quand le numéraire se porte au dehors, ainsi que nous le démontrerons dans notre seconde partie.

La hausse du taux de l'escompte est une source de profits importants pour une banque d'émission. Aussi, a-t-on eu l'idée d'attribuer à l'Etat les bénéfices causés par un taux d'escompte supérieur à un taux donné. Ce système n'est pas très recommandable. Il est préférable de prescrire à la banque d'ajouter au fonds social les profits causés par le dépassement d'un certain taux d'escompte.

En France, la loi du 9 juin 1857 décidait que si le taux était supérieur à 6 %, les bénéfices supplémentaires seraient portés en addition au capital social. La loi du 17 novembre 1897 a fixé à 5 % le taux de base, mais seulement 1/4 des bénéfices vont augmenter le fonds social, les 3 autres quarts sont versés à l'Etat. Deux redevances annuelles ont pour base le produit du solde moyen de la circulation productive par le taux de l'escompte. En outre, un impôt spécial de timbre frappe les billets de la circulation gagée par l'escompte et les avances.

Le chiffre de la circulation productive et celui de la circulation non productive sont déterminés de la manière suivante :

Il est relevé par chaque jour de travail :
le montant des billets au porteur en circulation,
le solde débiteur des comptes portefeuilles, avances sur titres et sur matières d'or et d'argent, billets à ordre en circulation.

Ces relevés sont récapitulés sur deux états dont le total divisé par le nombre de jours de travail présente le premier la moyenne de la circulation des billets au porteur pour l'année, le second la moyenne pour cette même année des opérations productives de la Banque.

Le chiffre formant la moyenne des opérations productives est retranché du chiffre moyen de la circulation et la différence représente la partie de la circulation fiduciaire non productive.

IV. En décidant que le taux d'escompte de la Banque de France pouvait être supérieur à 6 %, la loi du 9 juin 1857 a donné force réelle aux arguments de ceux qui voyaient un prêt dans l'escompte d'un effet. La loi du 3 septembre 1807 limitait à 6 % le taux de l'intérêt en matière commerciale. Or, l'escompte est-il l'intérêt d'un prêt ou une déduction consentie par le vendeur d'une créance non exigible sur le montant nominal de cette créance? Divers arrêts ont vu dans l'escompte une opération d'un genre particulier (*sui generis*) et, par suite, la loi de 1807 n'était pas applicable, à moins qu'il ne fût reconnu que l'escompte cachait un prêt usuraire. La loi du 12 janvier 1886, en admettant la liberté du taux

de l'intérêt en matière commerciale, a fait disparaître définitivement la question relative à la limitation du taux de l'escompte.

L'escompte est un prêt à intérêt garanti par un gage : l'opération commerciale par laquelle a eu lieu la création du papier escompté.

La loi de 1886 a aussi mis fin à la discussion sur la méthode employée pour le calcul de l'escompte. Les banquiers comptent l'année de 360 jours; or, quand le taux était de 6 % pour 360 jours, on pouvait le considérer comme illicite sous l'empire de la loi de 1807. (Cette loi avait eu son effet suspendu en 1814 par la loi du 15 janvier 1814) qui fixait 6 % pour 365 jours.

Les banquiers calculent l'escompte sur le montant nominal de l'effet et d'après le nombre de jours à courir jusqu'à l'échéance des effets présentés, en tenant compte généralement d'un minimum de jours et de produit.

Cette méthode est dite « de l'escompte commercial ou en dehors ». On lui oppose en théorie, « l'escompte rationnel ou en dedans ». Ce dernier est l'intérêt calculé sur la somme remise par l'escompteur en fonction du nombre de jours à courir jusqu'à l'échéance de l'effet de commerce escompté (1).

(1) Quel est l'escompte à 5 p. c. d'un effet de 5,220 francs payable dans 50 jours?

a) escompte commercial : $5 \times 5,220 \times 50 = 36,25$
 100×360

b) escompte rationnel — un effet de 3,600 francs valeur actuelle a une valeur nominale de 3,625 francs, donc un effet de 5,520 francs de valeur nominale a une valeur actuelle de $3,600 \times 5,220 = 4,984$ fr.,
 3625

d'où escompte fr. 5,220 — 4,984 = 36 francs.

La différence entre les deux escomptes 36,25 — 36 = 0 fr. 25 est

L'escompte rationnel, s'il était appliqué, serait moins favorable au banquier que l'escompte commercial. En effet, la différence entre l'escompte commercial et l'escompte rationnel est égale à l'intérêt de l'escompte rationnel.

Le taux d'escompte officiel pour la France est fixé par le Conseil général de la Banque de France. Il est uniformément appliqué dans tous les comptoirs de la Banque aux effets sur la France ou sur l'étranger.

Le Conseil général examine les effets présentés à l'escompte à la Banque centrale, et est assisté, dans ce cas, d'un Conseil d'Escompte. C'est un comité consultatif de douze membres, pris parmi les actionnaires exerçant le commerce à Paris et nommés par les Censeurs sur une liste de candidats présentés par le Conseil général en nombre triple de celui des membres à élire. Il se renouvelle par quart chaque année. L'organe du Conseil général chargé de l'examen des effets est dit : Comité d'Escompte. Il est formé de 3 régents. Le Conseil général détermine en outre le montant des sommes à employer aux escomptes et la limite des échéances. Il est présidé par le Gouverneur qui fait exécuter ses délibérations. Nul effet ne peut être escompté que sur la proposition du Conseil général et sur l'approbation formelle du Gouverneur.

En province, le Directeur approuve et fait exécuter les décisions du Conseil d'administration de la succursale, lequel propose l'admission des effets à l'escompte et fixe le montant des sommes à employer à l'escompte

égale à l'intérêt de 36 fr. en 50 jours à 5 p. c. d'où la différence entre l'escompte commercial et l'escompte rationnel est égale à l'intérêt de l'escompte rationnel.

dans le ressort de cette succursale. L'organe du Conseil d'administration qui a pouvoir en matière d'escompte est : le Comité d'escompte.

Le privilège d'émission de la Banque lui permet de faire avantageusement du crédit, n'ayant pas le monopole de l'escompte elle concurrence les banques privées qui pourraient exagérer leurs conditions et, constituant le grand réservoir monétaire du pays, elle peut faire l'escompte sur une grande échelle, porter secours aux établissements de crédit. Elle donne accès au petit commerce tout en restant banque de réescompte. La fixité et la modération de son taux d'escompte sont très favorables au commerce et à l'industrie. Dans le haut commerce, où les opérations se chiffrent toujours par des sommes élevées, une différence de taux peut faire disparaître un bénéfice. Un négociant a besoin d'un taux convenable pendant les opérations qu'il projette ou il augmentera ses prix pour se couvrir des risques de hausse du taux.

De 1897 à 1913, il n'y a eu en France que 14 variations, pour 62 en Allemagne et 79 en Angleterre. Le taux moyen pendant la même période a été 3.09 % en France, 3.69 % en Angleterre et 4.59 % en Allemagne. Grâce à la Banque de France, les commerçants de notre pays se sont donc trouvés avantagés par rapport à ceux des deux nations les plus commerçantes d'Europe.

II. — Le Marché de l'Escompte.

I. Nous avons vu, dans notre première partie, que le régime des échanges était caractérisé par des remises de marchandises réglées grâce à l'intermédiaire d'une valeur monétaire. En temps normal, dans les échanges intérieurs et extérieurs, malgré les apparences, le métal-or sert de pivot à tout le mécanisme de déplacement des biens. En effet, si, avant la guerre, la circulation monétaire était formée d'or, de billets de banque et de pièces d'argent, nickel ou bronze, ces derniers étaient toujours convertibles en or. Le billet de banque n'était qu'une sorte de chèque toujours payable à vue et en métal. Certes, la valeur du stock d'or conservé par la Banque de France était inférieur au montant des billets émis, mais si tous les billets n'étaient pas des certificats d'or, ils étaient émis la plupart du temps à l'occasion d'opérations d'escompte, c'est-à-dire à l'occasion de marchandises lancées dans la circulation et étaient une réalité transformable en or par le mécanisme des prix. De même, si une pièce d'argent de 5 francs ne valait guère que 2 fr. 60 au prix du métal; en France, contre 4 pièces on obtenait un louis d'or. A l'étranger, la pièce d'argent était aussi achetée à un cours qui se rapprochait de la parité de 1 à 15.5, car l'étranger savait qu'il pouvait la vendre à un Français au cours légal ou l'échanger en France contre de l'or. Avant la guerre, la convertibilité du billet et de l'argent était toujours possible contre de l'or. Ce système pouvait fonctionner grâce à une balance des comptes constamment créditrice, sinon la loi de Gresham

n'aurait laissé en France que la monnaie dépréciée.

L'ensemble du système des transactions nationales et internationales constituait aussi une réalité reposant sur l'or. En France, le mécanisme des échanges, plus que partout ailleurs, comportait des opérations de crédit, de règlement par voie d'escompte ou de réescompte. Tout producteur pouvait, lorsque sa signature était connue sur la place, échanger la valeur de ses marchandises contre des billets de banque dès qu'il les avait lancées dans la circulation. Tout producteur de marchandises était donc sûr de pouvoir transformer sa marchandise en or, puisque le billet était convertible en or. Le système d'échange des biens reposait donc sur l'or. De même, les négociations faites dans les bourses de valeurs ou de marchandises aboutissaient à des inscriptions de crédits en banque, inscriptions représentatives de francs, donnant lieu à des possessions de billets, qui pouvaient être échangées contre de l'or. Dans les relations internationales, le franc comme la livre sterling ou le dollar représentait de l'or. Assurément, suivant l'état de la balance des comptes, le franc pouvait faire prime ou perte, par rapport à ces monnaies. Mais la prime ou la perte n'excédait jamais les points d'entrée ou de sortie de l'or. Il était donc incontestable que tout notre régime monétaire dans les transactions internationales était bien un régime monétaire représentatif de l'or.

Le régime économique national et international ayant une base unique : l'or, était donc stable; maintenant, il nous faut examiner l'offre des capitaux sur le marché monétaire. La distinction entre le marché monétaire et le marché financier est délicate et il n'est guère possible de bien les délimiter. En principe, le premier est alimenté par l'épargne réserve et le second par l'épargne

créatrice. En effet, l'épargne peut être une réserve, une provision en vue d'un risque futur ou être créatrice, c'est-à-dire source de profits futurs. Dans le premier cas, son propriétaire la place dans un emploi d'où le jour venu il peut la retirer; dans le second, au contraire, il l'utilise, l'immobilise même. Il ne pense pas à assurer un retrait facile de son épargne, mais songe à ce qu'elle lui procure le revenu le plus grand possible.

Il en résulte que l'épargne réserve peut ne pas être rémunérée, tandis que l'épargne créatrice demande un intérêt. En pratique, il arrive que l'épargne destinée au marché monétaire est placée sur le marché financier et réciproquement. Le particulier, qui dépose son épargne réserve dans une banque, la place ainsi sur le marché monétaire, mais la banque peut employer la partie de ses dépôts, qu'elle juge ne pas devoir lui être réclamée, dans des immobilisations, et ainsi une somme destinée au marché monétaire sert sur le marché financier. La réciproque se produit.

Le fait que les capitaux du marché monétaire n'ont pas besoin d'être stimulés par l'intérêt tient à ce que ces capitaux sont des réserves qui doivent être dépensées et le seul fait du recul de la dépense est un avantage pour l'individu. Il suffit que la disponibilité de la somme prêtée soit entière, que le fait de mettre cette somme à la disposition d'un tiers en laisse en même temps, la disponibilité au prêteur lui-même. C'est ce qui se produit dans les dépôts en banque. Il résulte de là, que certaines banques ne servent pas d'intérêt aux dépôts de fonds. La commodité du dépôt est suffisante pour que le propriétaire le laisse sans avoir besoin d'être attiré par aucune espèce de profit. Si la disponibilité n'est pas aussi bien assurée, n'est plus continue, bien que la restitution

reste certaine, dans ce cas, le prêteur peut demander un léger intérêt, qui constitue surtout une prime contre le risque, car le but du placement est la mise en réserve. Le prêt n'est qu'une opération supplémentaire. L'argent ainsi déposé ne peut rester stérile et si le banquier sert un intérêt, si faible soit-il, c'est parce qu'il fait produire les capitaux qui lui sont confiés. Il est clair que les emplois de tels dépôts, ne peuvent être que des placements à court terme et dont la restitution n'est pas sujette à aléas. Des placements de cette espèce sont l'escompte des effets de commerce, dont l'échéance est précise et le montant déterminé; des achats de valeurs à court terme ou même de marchandises par l'intermédiaire de deux opérations : le report et les avances sur titres.

La différence entre le marché monétaire et le marché financier apparaît plus nettement par le prix respectif du loyer de l'argent sur chacun d'eux. Si l'on suit une période un peu longue, de 1870 à 1914, par exemple, on constate la fixité du taux de l'intérêt et la mobilité de celui de l'escompte. Il a fallu trente ans pour faire passer le taux de l'intérêt de 5 à 3 % et près de vingt ans pour le faire revenir à 4 %. Au contraire, le taux d'escompte fluctue constamment. Il est à 6 % en 1871, à 7 % en novembre 1873, à 2 1/2 % en avril 1880, à 2 % en 1895, à 4 1/2 en 1899, à 3 % en 1912. Durant une longue période, il a tendance à suivre le mouvement du taux de l'intérêt, mais il s'en détache à chaque instant d'une manière caractéristique. Graphiquement, le taux de l'intérêt peut être figuré par une droite et celui de l'escompte par une ligne sinueuse.

La cause de la régularité de l'un et de l'irrégularité de l'autre est due à la distinction des deux épargnes.

Tandis que l'épargne créatrice est, en général, constante pour une nation donnée, l'épargne réserve, de par sa nature, est d'une importance essentiellement variable. Si elle est très demandée, elle se placera à un taux élevé; si elle ne l'est pas, à la rigueur, elle ne rapportera rien. Ce sont uniquement les besoins des demandeurs qui déterminent le taux de l'escompte et du report (marché monétaire), et c'est d'après la loi de l'offre et de la demande que s'établit le taux de l'intérêt (marché financier).

La grandeur de l'offre sur le marché monétaire a une importance, bien que nous ayons montré que les capitaux offerts ne demandaient pas un revenu déterminé. En effet, le taux dépend uniquement de la demande, mais si l'offre est grande, le taux sera faible, si elle est restreinte le taux sera élevé en supposant une demande constante. Il ne faut donc pas croire que l'offre est sans influence sur le taux de l'intérêt du marché monétaire. D'ailleurs, si l'intérêt offert sur ce marché est élevé, il y aura tendance à l'accroissement de l'épargne réserve. Cette épargne réserve varie beaucoup d'après les prix. Plus ceux-ci sont élevés, plus les réserves doivent être grandes, mais, par incidence, plus les besoins de crédit sont grands.

L'offre sur le marché monétaire est faite par l'intermédiaire des banques et est formée par les dépôts du public. Dans les banques d'émission, l'encaisse est uniquement composée d'espèces métalliques; ce sont les espèces apportées par le public qui déterminent la marge des crédits à faire; dans les banques de dépôt, l'encaisse comprend des espèces métalliques et des billets de banque apportés par les déposants et ce sont ces fonds en dépôts qui déterminent aussi la marge des crédits à faire.

Il y a similitude dans le mécanisme du crédit tel qu'il est pratiqué par ces deux ordres de banque.

Nous avons exposé le mécanisme de l'émission dans notre première partie. La Banque reçoit du métal et donne en échange des billets, puis elle utilise cette encaisse métallique dans des prêts à court terme, seulement à l'emprunteur elle remet des billets ou, pour expliquer l'opération, du métal que l'emprunteur dépose immédiatement contre des billets. Ainsi la banque commence par avoir un actif composé de l'encaisse métallique qu'on lui a apportée; à cet actif correspond une émission de billets égale, qui figure au passif sous la rubrique billets en circulation. La banque continue ses opérations, escompte, se crée un portefeuille d'effets de commerce, fait des avances en billets, de sorte que la circulation s'augmente de cette quantité d'avances sur effets de commerce et sur titres.

Mais quel est, à chaque instant, le montant des billets qu'une banque d'émission peut encore offrir, quelle est l'étendue de l'offre sur le marché monétaire en tant qu'elle dépend des banques d'émission? Le chiffre presque classique est celui de trois fois l'encaisse. Au delà, l'expérience prouve que les demandes de remboursement risqueraient de ne pouvoir être satisfaites. Lorsque la banque aura atteint ce maximum, elle devra donc arrêter ses opérations de crédit. D'ailleurs, au fur et à mesure qu'elle approchera de ce point, elle cherchera à restreindre la demande en élevant son taux d'escompte. En France, à ses débuts, la Banque de France a vu l'inconvénient de dépasser cette proportion de 3 à 1 entre la circulation et l'encaisse. En 1805, la Banque, ayant escompté les obligations des receveurs généraux et fourni avec libéralité au commerce, vit le 24 septembre une

encaisse de 782,000 francs pour une circulation de 63 millions et 10 millions de dépôts en comptes courants. Les demandes de remboursement se firent nombreuses, un seul billet fut remboursé à la fois. Après des efforts, l'encaisse fut reconstituée et le 25 janvier 1806 elle était de 25 millions pour une circulation de 51 millions; la convertibilité des billets reprit à bureaux ouverts.

Il en fut de même en 1814 et en 1818.

En 1814, pour une circulation de 45 millions, l'encaisse n'est que de 14 millions; aussi, fallut-il limiter les remboursements à 500,000 francs par jour, porter le taux d'escompte de 4 à 5 %, n'accepter que des effets à très courte échéance, afin d'arriver à une réduction de la circulation.

En 1818, l'encaisse n'est que de 34 millions pour un passif de 163 millions. Le taux d'escompte ne fut pas augmenté, mais tout papier ayant plus de 45 jours d'échéance fut refusé.

En principe, il faut donc, pour déterminer l'offre, déduire la circulation du triple de l'encaisse. En fait, le plus souvent, la loi fixe une marge d'émission. En France, l'émission fut limitée de 1848 à 1850 et depuis le 14 août 1870, la loi a toujours déterminé le maximum des billets à émettre.

Loi 14 août 1870	2,400 millions max. de la circulation		
29 déc. 1871	2,800	—	—
15 juill. 1872	3,200	—	—
25 janv. 1893	4,000	—	—
17 nov. 1897	5,000	—	—
9 fév. 1906	5,800	—	—
29 déc. 1911	6,800	—	—

Ces maximums ont été largement relevés durant et

depuis la grande guerre. D'ailleurs, avant 1914, chaque fois que le besoin s'en faisait sentir, ils étaient élevés. Ainsi, en 1911, nous lisons dans le rapport aux actionnaires de la Banque de France : « A plusieurs reprises, le développement de notre portefeuille d'escompte a entraîné un tel accroissement de nos émissions de billets que le maximum légal s'est trouvé bien prêt d'être atteint et que l'on pouvait redouter, sinon pour le présent, au moins et pour un très prochain avenir, que la nécessité de respecter ce maximum ne nous imposât des mesures plus rigoureuses. » Pour ne pas recourir à une hausse du taux de l'escompte, le maximum d'émission fut porté à 6,800 millions le 29 décembre 1911.

Lorsque nous disons : « L'offre sur le marché monétaire dépend de l'épargne réserve versée à la banque d'émission », il faut remarquer qu'elle dépend aussi de ce que le public, ayant emprunté à la banque, laisse à celle-ci sans lui réclamer. En effet, nous avons montré que l'opération d'escompte entraînait une émission de billets; mais il n'en est pas toujours ainsi. L'emprunteur peut laisser en dépôt à la banque d'émission la valeur actuelle de son bordereau d'escompte; cette somme sera à son crédit et il en disposera au moyen de chèques et de virements. En réalité, dans un cas comme dans l'autre, la banque d'émission a fourni des disponibilités au marché monétaire. Si le billet émis peut être présenté au remboursement, le crédit accordé peut aussi être utilisé et il en résulte qu'une certaine encaisse est nécessaire à la garantie des crédits, comme elle l'est à celle des billets. Les pays anglo-saxons traduisent par des inscriptions en comptes les opérations qui, en France, provoquent émission de billets. Cette différence de méthode tient à ce que les Anglais comme les Américains se servent plus

des chèques et des virements que les Français. Durant la guerre, la Banque de France, dans le but de ne pas accroître la circulation fiduciaire, a fait de la propagande afin de répandre l'usage du chèque. En 1911, lors de la discussion relative au relèvement du maximum d'émission, M. Paul Leroy Beaulieu, dans l'« Economiste Français » du 25 novembre 1911, demandait la restriction de la faculté d'émission de la Banque, afin de pousser le public à se servir du chèque.

Cependant, le chèque, tel que le connaît le droit français, ne peut être considéré comme un succédané du billet de banque. En effet, le billet de banque circule, le plus souvent, fort longtemps avant d'être présenté au remboursement et, tant qu'il circule, ses porteurs font crédit à la banque émettrice. Au contraire, le chèque ne circule pas, il est présenté au paiement dans le plus bref délai. Si le porteur du billet fait crédit à la banque d'émission, le porteur du chèque ne le fait pas. C'est l'inscription en compte qui constitue l'opération de crédit. Les Etats-Unis ont le chèque certifié qui peut circuler et alors joue le rôle de billet de banque. La réduction de la circulation des billets obtenue grâce au développement de l'usage du chèque est certes recommandable, mais ne doit pas être exagérée. Le crédit fondé sur le simple dépôt en banque est plus instable que le crédit basé sur le billet de banque, malgré les paiements par compensation, virements, etc. Les Etats-Unis, en 1907, ont donné vérification à cette théorie : le chèque ne peut remplacer le billet de banque. Les deux systèmes doivent se combiner et se compléter l'un l'autre, mais l'un ne peut remplacer l'autre complètement.

Si, en échange d'un dépôt d'espèces métalliques, la banque d'émission délivre des billets, la banque de dépôt

opère une inscription en compte courant. De ces crédits en compte, les créanciers font usage au moyen de chèques par lesquels ils déplacent ces inscriptions et les font passer de leur propre compte au compte des personnes auxquelles ils ont des paiements à faire. Le crédit inscrit au compte courant de celui qui paie est porté au crédit du compte de son créancier, à moins que ce dernier n'aille simplement l'encaisser et le reverser dans une autre banque de dépôt.

La Banque de dépôt peut faire crédit de deux manières : lorsqu'elle escompte un effet de commerce, soit en versant directement des billets de banque ou des espèces, soit en inscrivant au crédit du compte du présentateur à l'escompte, le produit net de l'opération. Généralement, c'est ce deuxième procédé qui est utilisé. L'encaisse des dépôts a tendance à rester stationnaire et la masse des inscriptions au crédit tend à augmenter. En réalité, il y a donc similitude entre l'opération d'émission par la banque d'émission et celle d'inscription de crédit par la banque de dépôt. L'une comme l'autre augmente l'offre sur le marché monétaire et accroît la masse des moyens de paiement.

De même qu'une banque d'émission ne peut pas émettre indéfiniment des billets de banque, une banque de dépôt ne peut pas indéfiniment créer des inscriptions en compte courant. Elle est obligée de compter avec les demandes éventuelles de remboursement. Il y a là, affaire d'expérience, la banque de dépôt sait qu'elle peut atteindre sans risque de voir les demandes de retrait dépasser les apports nouveaux un certain nombre de fois son encaisse. En fait, ce nombre de fois est plus considérable pour les banques de dépôt que pour les banques d'émission. L'offre monétaire dépend pour les banques

de dépôts de x fois l'encaisse moins le total des crédits déjà ouverts. Au fur et à mesure que cette offre diminue par suite de l'accroissement des comptes débiteurs, la banque a tendance à renchérir le prix de son crédit, à élever le taux de son escompte tout comme une banque d'émission.

Plus la concentration des dépôts du public est grande, plus est grande la marge des prêts possibles. Lorsqu'une banque de dépôt n'a qu'un petit nombre de clients, qu'un très faible rayon d'action, si un retrait de fonds se produit, il faut un certain temps pour que ce retrait soit compensé par un nouveau versement. Pendant tout ce temps, l'encaisse de la banque est diminué. Lorsqu'au contraire, une banque de dépôts a une nombreuse clientèle, une large influence s'étendant sur tout un pays, toute demande de retrait est presque aussitôt remplacée par un versement, si même les versements ne sont pas supérieurs aux retraits. Il y a donc intérêt à la concentration des banques, de façon que l'importance des réserves ait pour effet de multiplier la puissance du crédit (1). La loi ne fixe pas la marge de l'offre monétaire des banques de dépôts. Il y a une exception pour les banques d'émission des Etats-Unis, qui sont des banques de dépôt : leur encaisse doit au moins être égale à 35 % du montant des dépôts. En Belgique, en Hollande et en Suisse, la loi impose une proportion à maintenir entre l'encaisse de la banque d'émission et les dépôts qu'elle

(1) La guerre a provoqué un grand mouvement de concentration bancaire. Il a été important en Allemagne, en Autriche-Hongrie et en Angleterre. En France, il a eu moins d'ampleur, bien que toute une série de banques provinciales privées ait été absorbée par de grands établissements de crédit.

peut recevoir. En dehors de ces cas, la loi laisse parfaitement libres les banques privées de fixer elles-mêmes, comme elles l'entendent, le maximum dont dépendra l'offre monétaire qu'elles peuvent faire.

Les opérations faites par les banques de dépôts sont donc analogues à celles faites par les banques d'émission; de même que les billets qui circulent sont les uns des certificats d'or, les autres des représentants de crédits faits par la banque d'émission; de même les dépôts qui se trouvent dans les banques de dépôts constituent deux catégories distinctes, les unes correspondant à l'encaisse, les autres résultant d'avances faites par la banque.

Il faut distinguer cependant les fonctions de ces deux genres de banque : La banque de dépôts peut rembourser en métal ou en billets, tandis que les exigibilités de la banque d'émission se traduisent par des demandes d'or. De cette différence, il résulte que les banques de dépôts n'ont pas à se préoccuper de faire face aux remboursements, chose importante pour une banque d'émission. Il leur suffit d'avoir constamment la certitude qu'elles pourront escompter ou réescompter une partie de leur portefeuille d'effets de commerce près de la banque d'émission. Celle-ci doit donc s'assurer un stock de métal suffisant pour faire face aux demandes de remboursement du public. Si la banque de dépôt cherche à attirer les fonds du public, la banque d'émission cherche à accroître son encaisse. Celle-ci doit toujours être suffisante pour pouvoir couvrir toute demande de billets, provoquée par une présentation au réescompte. Ainsi, ce rôle de banque centrale joué par la banque d'émission, la met dans la nécessité de renforcer constamment la protection de ses billets, d'augmenter les réserves d'or qu'elle essaye

d'accumuler chez elle. Elle est le pilier du marché monétaire, la banque des banques.

La banque d'émission, comme une banque de dépôt, reçoit aussi des dépôts, mais ils ont un caractère différent de celui qu'ils ont dans les banques de dépôts. En effet, une banque de dépôts a derrière elle la banque d'émission. Si les demandes de remboursement affluent, elle se procure les disponibilités qui lui sont nécessaires en faisant réescompter son portefeuille. La banque de dépôts a un appui, tandis que la banque d'émission ne peut compter que sur elle-même. Il en résulte, que les dépôts qu'elle reçoit doivent être principalement des comptes de caisse. La banque d'émission est principalement la caissière des banques de dépôts et elle doit veiller à ce que le rapport entre l'encaisse et les dépôts ne soit pas trop grand. Si les banques de dépôts ont moins à surveiller ce rapport, elles doivent éviter que la proportion entre leur capital et les dépôts ne soit trop faible. L'augmentation des dépôts pendant la guerre a provoqué de la part des sociétés de crédit, un effort pour mettre leur capital et réserves en rapport avec les dépôts dont elles disposent.

A la Banque d'Angleterre, il y a un rapport de 32 à 34 % en moyenne entre l'encaisse et les dépôts, tandis que, dans les banques privées, le rapport n'est que de 8 à 10 %.

Si les banques d'émission peuvent être banques de dépôts, ces dernières peuvent se préoccuper d'avoir une encaisse métallique. En Angleterre, on s'est demandé s'il n'y avait pas lieu pour les banques de dépôts d'en constituer une dans chacune d'elles, afin que la Banque d'Angleterre ne soit pas la seule réserve d'or et ne supporte pas, de ce fait, des frais considérables. Ce mouve-

ment, provoqué par Goschen et Hartley Withers à la fin du XIX^e siècle, a eu une réalisation, mais la guerre de 1914-1918 a montré que, seule, la concentration de l'or assurait le maximum de crédit.

II. La hiérarchie des banques de dépôts par rapport à la banque centrale se manifeste par la dépendance entre le taux d'escompte de la banque d'émission, celui des banques privées et le taux de l'intérêt versés par les banques à leurs déposants. Cette dernière dépendance est plus ou moins étroite selon les pays.

En Angleterre, les banques de dépôts servent généralement à leurs déposants un taux d'intérêt presque toujours inférieur de 1 à 2 % au taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, tandis qu'en France les grandes sociétés de crédit ne versent qu'un intérêt qui varie entre $1/2$ et 1 % et est indépendant du taux d'escompte de la Banque de France. Le marché de l'escompte anglais est très différent du marché français. Il existe sur le marché de Londres des escompteurs spéciaux, les bill brokers, dont le métier est d'escompter des effets de commerce grâce à des emprunts à très court terme, qu'ils contractent près des banques de dépôts (1). Ces prêts à court terme sont le point essentiel du marché monétaire anglais. Leur taux est très variable et n'a qu'une dépendance très faible avec le taux officiel de la Banque d'Angleterre. Le taux d'escompte hors banque, le plus caractéristique du marché anglais, dépend donc essentielle-

(1) On appelle « bill dealers » les courtiers qui achètent uniquement le papier payable en Angleterre, tandis que « bill brokers » est le nom générique de tous les courtiers qui font le commerce des effets payables en Angleterre ou à l'étranger.

ment du taux auquel les grandes banques britanniques font elles-mêmes des prêts aux bill brokers. A côté de ces courtiers, les joint stock Banks et la Banque d'Angleterre font aussi l'escompte; mais, tandis que la Banque de France a un taux unique, la Banque d'Angleterre use de taux différentiels. Le taux officiel est un minimum que paye seulement le papier de premier ordre. L'organisation de la Banque d'Angleterre par l'Act de 1844 a fait pour elle de l'escompte et du réescompte des opérations de second plan. Sa faculté d'émission étant limitée, elle ne peut offrir sur le marché monétaire que des crédits par inscriptions en compte courant. Cela lui est possible, grâce au chiffre élevé de ses dépôts, presque toujours supérieur au total de son portefeuille. La Banque d'Angleterre paraît ainsi atteindre l'idéal que doit poursuivre toute banque, faire de ses capitaux d'emprunt l'unique fonds de roulement de ses opérations et conserver le minimum possible de numéraire pour réaliser le maximum d'économie. Ce système implique tout une pratique des chèques et des mécanismes de compensation, mais s'il décuple la puissance économique en période normale, en temps de crise, il ne peut plus fonctionner. Si nous considérons le portefeuille de la Banque d'Angleterre, nous remarquons qu'il ne comprend pas que des effets de commerce, mais aussi les avances faites sur dépôts de valeurs. Aux époques troublées, ce sont surtout ces derniers qui dominent. Tandis qu'en France, le papier de commerce se réfugie de suite dans le portefeuille de la Banque de France, en Angleterre, il se réfugie chez les bill brokers et les joint stock Banks. Tous ces établissements n'ont qu'une faible encaisse; ils n'ont que ce qui est utile comme monnaie d'appoint dans leurs opérations. Or, quand ils ne peuvent jouer

librement leur rôle de faire circuler le papier, ils s'adressent à la Banque d'Angleterre qui leur accorde des avances non en réescomptant leur portefeuille, mais en faisant des avances contre dépôts de valeurs. Seulement, là est le point délicat. Bien que l'Act de 1844 ne l'ait pas prévu, il est de coutume d'élever le taux de l'escompte dès que l'encaisse tombe au-dessous du tiers des comptes courants réunis du Trésor, des Administrations publiques et des particuliers. Or, généralement, à la demande de crédit se joignent des demandes de métal. Si le stock d'or diminue, la circulation doit être réduite de pareille somme d'où restriction de l'offre monétaire et, si l'encaisse ayant baissé est inférieure au $\frac{1}{3}$ des comptes courants, on renchérit le loyer des avances. Ainsi, la réduction de l'encaisse ébranle tout l'édifice! Comme nous le montrerons en notre troisième partie, l'Angleterre est le grand réservoir d'or de presque tous les marchés monétaires. Il en résulte que l'encaisse de la Banque d'Angleterre est sujette à de fréquentes variations et que, par suite, son taux d'escompte est très mobile. Ses mouvements ont souvent une cause monétaire et proviennent même de simples opérations d'arbitrage. Les modifications du taux de l'escompte sur le marché de Londres ayant une influence sur les autres marchés monétaires, à diverses reprises, la Banque de France a prêté son concours à la Banque d'Angleterre. En 1890, grâce à une avance de 75 millions consentie pour trois ou six mois contre escompte 3 % de bons du Trésor anglais, et sous condition expresse de la restitution de cette somme en même métal rendue à Paris, la Banque d'Angleterre a échappé à la nécessité d'élever le taux de son escompte au-dessus de 6 %. Une crise monétaire fut ainsi évitée en Angleterre. En 1906 et en 1907, pour la seconde fois,

des avances furent consenties pour permettre à la Banque d'Angleterre de ne pas être obligée de manquer à l'Act de 1844. Cette politique a eu pour effet d'éviter au Royaume-Uni une tension monétaire et ainsi furent assurés à Londres, la stabilité et la modération du taux de l'escompte à Paris.

En Allemagne, avant la guerre, le taux d'intérêt payé par les grandes banques à leurs déposants était généralement inférieur de 1 1/2 % à 2 % au taux d'escompte de la Reichsbank. A côté de celui-ci, il y avait le taux privé parmi lequel il fallait distinguer le taux pour les traites de premier ordre et celui pour les traites courantes. Le premier, inférieur à celui de la Reichsbank, est appliqué aux effets tirés sur de grandes banques : Rothschild, Bleichsroeder, sur de grosses maisons de commerce et acceptées. Quant au second, appliqué au papier ordinaire, il est supérieur à celui de la Reichsbank, parce que les banques allemandes ont l'habitude de faire réescompter régulièrement à la banque centrale une grosse partie de leur portefeuille. Elles sont donc obligées de prévoir à l'avance que les traites seront négociées, au moins pour quelques jours, à la Reichsbank. Dans ces conditions, il est tout naturel qu'elles veuillent se réserver une marge de bénéfice.

L'Allemagne étant avant la guerre un grand demandeur de capitaux, il en résultait que son taux d'escompte était élevé afin d'attirer les disponibilités étrangères et il variait très souvent vu l'influence du taux de la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire international. Donc, en Angleterre et en Allemagne, nous trouvons trois taux distincts : le Bank rate, le Market rate inférieur au Bank rate et appliqué au beau papier au Bank paper et enfin le taux ordinaire. Ces divers taux ne sont

pas une dérogation au principe économique qu' « à un moment donné il n'y a qu'un seul prix sur un même marché ». En effet, l'uniformité du prix du marché à une époque déterminée ne s'entend que pour des articles de qualité identique.

De 1890 à 1896, la Reichsbank, comme le fait la Banque d'Angleterre depuis 1878, a voulu pratiquer le système des taux différentiels. Elle escomptait au Privatdiskont ou Market rate, le beau papier ou Bankakzept. Elle a dû cesser cette pratique, par suite des plaintes du commerce qui demandait qu'un établissement privilégié donne un traitement égal à tous ses clients.

Cette distinction entre les taux est très importante, car ce sont les Bank papers qui sont recherchés et c'est la hausse du Market rate qui influe sur les changes et peut empêcher une crise monétaire. La hausse du Bank rate ne vaut que si elle est suivie par celle du Market rate, comme nous le montrerons en notre troisième partie.

En France, l'organisation du marché de l'escompte est plus morcelée; cependant, il y a des traits généraux qui rapprochent notre marché de l'organisation du marché monétaire allemand. Le taux d'intérêt servi par les sociétés de crédit aux dépôts à vue ou à quelques mois de préavis est indépendant du taux d'escompte officiel. Par contre, le taux d'escompte des banques est en relation avec le taux de la Banque de France. Il y a d'abord un taux spécial pour le beau papier, pour les traites tirées sur de grandes banques, sur des maisons de premier ordre. Ces traites se négocient et s'achètent sur un marché spécial en bourse et elles bénéficient d'un taux d'escompte généralement inférieur au taux officiel. On trouve ce taux privé sur toutes les grandes places industrielles telles que Lille et Marseille.

A côté de ce taux d'escompte privé, il y a le taux normal, en banque, généralement un peu supérieur à celui de la Banque de France, pour les mêmes raisons que nous avons montré le taux privé allemand, un peu au-dessus du taux de la Reichsbank. On veut aussi, qu'il y ait une marge de bénéfices.

Sur ce point encore, il y a un lien très étroit entre les différents taux qui, tous, varient autour de ce point central : le taux de la Banque de France. Le taux des avances sur titres est aussi lié au taux officiel. Il est généralement supérieur de 1 % à ce dernier.

Le marché de l'escompte, en France, n'a pas toujours eu cet aspect; avant 1848, des escompteurs, généralement de petits banquiers, servaient d'intermédiaires entre le public et la Banque de France. Au lendemain de la Révolution de 1830, les escompteurs disparurent, soit que la tourmente les eût emportés, soit que la crainte les eût engagés à liquider leur situation. Le 21 août 1830, une ordonnance royale nomma une commission chargée de proposer les mesures convenables pour rendre aux transactions et à la circulation leur régularité habituelle. C'est à la fin d'octobre seulement qu'on eut l'idée de prendre, en vue de la création d'un Comptoir d'escompte de Paris, une somme de 1,300,000 francs sur les 30 millions votés par la Chambre pour être employés à soutenir le commerce et l'industrie. Une nouvelle somme de 400,000 francs fut bientôt ajoutée à la première et la Ville de Paris donna sa garantie à la Banque de France jusqu'à concurrence de 4 millions de francs pour concourir à l'extension des opérations de ce comptoir. Ce concours fut limité à six mois à partir du 1^{er} janvier 1831.

Le Comptoir d'Escompte n'acceptait que du papier de

3 à 6 mois pour Paris, et à 3 mois pour la province. Un Comité d'Escompte de 14 membres fut nommé, trois censeurs choisis parmi les conseillers municipaux de Paris devaient surveiller les opérations pour le compte de la Ville. La garantie de la Ville de Paris fut prorogée à diverses reprises et dura jusqu'en septembre 1832. Des comptoirs furent aussi fondés en province grâce à des avances de l'Etat.

De 1840 à 1847, la période fut calme. Le taux d'escompte officiel était de 4 %, mais sur le marché, le taux était plus faible. En 1845-46, des travaux considérables ayant été décrétés en France pour la construction de voies ferrées, des capitaux importants s'y portèrent. Un grand nombre de capitalistes retirèrent leurs fonds placés dans l'industrie ou ne les laissèrent qu'à un taux plus onéreux. La production tomba dans un état de langueur. En 1846, la récolte de blé fut déficitaire en Europe. Il fallut acheter du blé en Amérique et solder avec du numéraire. La Banque d'Angleterre éleva le taux de son escompte pour défendre son encaisse. En juillet, il fut porté à 5 1/2 %. Tout papier ayant plus d'un mois d'échéance fut rejeté et toute demande d'avance sur titres écartée. La crise s'accrut, des banques suspendirent leurs paiements, l'escompte hors banque atteignit 13 %. Devant cette situation, l'Act de 1844 fut suspendu et la Banque d'Angleterre n'étant plus limitée dans ses émissions, continua ses escomptes et ramena un peu d'aisance dans la circulation.

Bien que la disette eût été appréciée dès le printemps de 1846 et que le commerce eut commencé aussitôt d'acheter les blés en dehors, la Banque ne ressentit l'influence de ces opérations qu'en juillet. M. d'Argout, gouverneur, déclarait : « Chaque année, dans le cou-

rant de l'été et de l'automne, 50 à 60 millions d'espèces sortent des caisses de la Banque et se dispersent dans les départements, où ils servent aux achats de soie, de laine, de vins, etc. Dès les premiers jours de décembre et même quelquefois dès fin novembre, ces espèces refluent vers Paris et viennent reprendre leur place. Depuis longtemps ce mouvement se reproduit avec une étonnante régularité. » Mais, en 1846 il n'en fut pas de même; de juillet 1846 au 14 janvier 1847, l'encaisse baissa de 172 millions 847,000 francs. L'escompte fut alors porté à 5 %, mais les présentations à l'escompte ne diminuèrent pas. Les effets rejetés par la Banque étaient escomptés par les banquiers qui réescomptaient à la Banque de France. Cette variation du taux fut un premier essai de correction à un change déprécié. La situation fut aggravée par la défaillance des compagnies engagées dans les entreprises de voies ferrées et qui ne purent soutenir leurs affaires. C'est au milieu d'une telle crise économique que se produisit la Révolution de 1848. Sur cinq grandes maisons faisant le service de l'escompte pour le commerce à Paris, deux suspendirent leurs paiements et les autres annoncèrent à leurs correspondants qu'elles allaient suspendre leurs opérations.

Ces maisons étaient les banques Gouin & C^{ie}, Ganne-ron & C^{ie}, Baudon & C^{ie}, Béchet Dethomas & C^{ie}, Cusin-Legendre & C^{ie}. Quant aux comptoirs fondés avec le secours de l'Etat et des municipalités, la crise de 1846 les avait emportés. Ainsi, dans l'opération : présentation d'un effet à deux signatures ayant pour origine une affaire engagée, l'apposition d'une troisième signature par l'escompteur garantissant la solidité de l'effet et permettant son entrée dans le portefeuille de la Banque, un rouage disparaissait : l'escompteur.

Le 7 mars 1848, un décret institua le Comptoir d'Escompte de Paris. Cette création nouvelle n'était point isolée. Elle faisait partie d'un ensemble. Dans les considérants de son décret, le gouvernement déclarait : « qu'un des devoirs essentiels de l'Etat est d'intervenir dans une juste mesure quand les citoyens sentent eux-mêmes le besoin de se réunir pour créer entre eux une sorte d'assurance mutuelle. Il sera donc créé un comptoir national d'escompte destiné à donner les moyens de crédit au commerce et à l'industrie. » Les opérations du comptoir devaient consister dans l'escompte des effets de commerce payables à Paris ou dans les départements, toutes autres opérations étaient interdites. Chaque effet devait être revêtu de deux signatures au moins. L'échéance ne pouvait dépasser 105 jours pour le papier payable à Paris et 60 jours pour celui payable dans les départements. L'échéance pouvait être étendue à 90 jours à l'égard des places où existait une succursale de la Banque de France ou une banque départementale. Le capital était de 20 millions — 1/3 à l'Etat, 1/3 à la Ville de Paris et 1/3 aux actionnaires. Les actions étaient de 500 francs. La part de l'Etat fut versée grâce à une émission de bons du Trésor et celle de la Ville grâce à une émission d'obligations. La Ville de Paris et l'Etat renoncèrent à tout bénéfice, leur rôle étant celui de garants. L'entreprise fut une société anonyme constituée sans autorisation du Conseil d'Etat. C'était une brèche à la législation en vigueur. Le 15 mars 1848, le cours forcé des billets de la banque de France et des banques départementales fut décrété et un maximum fut fixé à la circulation fiduciaire. Peu de jours après, deux décrets, le 21 et le 24 mars, autorisaient des magasins généraux et des sous-comptoirs de marchandises. Magasins généraux,

sous-comptoirs et Comptoir formaient un ensemble destiné à remplacer l'escompteur disparu. En effet, toutes marchandises pouvaient être déposées aux Magasins généraux contre récépissés. Ces derniers, remis aux sous-comptoirs, pouvaient être escomptés par le Comptoir. La constitution du Comptoir fut assez difficile, mais son rôle fut très efficace. L'entreprise, qui avait commencé à fonctionner le 28 mars 1848, pour trois années, n'avait plus que trois mois à durer quand on le prorogea pour six années. Le 22 mars, Horace Say, pour la Ville de Paris, et M. Fould, le 5 avril 1851, pour l'Etat, signèrent cette prorogation. La garantie de l'Etat et de la ville cessa le 31 décembre 1854. Le décret du 7 mars 1848 avait aussi fondé des comptoirs en province selon le principe appliqué à Paris. La loi du 10 juin 1853 supprima la garantie de l'Etat, des départements et communes et les comptoirs au fur et à mesure de l'extinction de la durée de leurs privilèges rentrèrent dans le droit commun ou disparurent.

De la fondation de 1848 il est donc resté une vaste entreprise de banque d'où est née l'industrie actuelle de l'escompte. Ce qui avait amené la disparition des différentes caisses servant d'intermédiaires pour l'escompte entre le commerce et la Banque de France, c'était leur faiblesse. La forme anonyme donna aux institutions financières une liberté d'allure et une grande puissance. Le comptoir d'escompte fonctionna seul jusqu'au rétablissement de l'Empire, mais bientôt apparurent des sociétés anonymes qui, à leurs opérations habituelles, joignaient celle de l'escompte. Le Crédit Mobilier naquit en 1852 et escomptait soit avec ses propres fonds, soit au moyen du réescompte à la Banque de France. Jusqu'en 1867, l'anonymat fut un privilège, car il était subor-

donné à une autorisation. En 1859, fut fondée la Société Générale de Crédit Industriel et Commercial; en 1863 la Société des dépôts et comptes courants et en 1866 la Société Générale pour favoriser le développement du commerce et de l'industrie en France. Telle fut l'évolution du marché de l'escompte en France.

III. Après avoir étudié le marché monétaire et principalement les marchés d'escompte anglais, allemand et français, nous avons vu comment l'offre jouait sur chacun d'eux.

Nous allons examiner maintenant les causes de la diminution de cette offre, et surtout ses conséquences.

Deux grands cas entraînent réduction de l'offre : 1° les capitaux circulant peuvent être raréfiés par suite d'une crise économique ou d'une guerre. Dans une guerre, les deux classes de capitaux, fixes et circulants, sont détruites. L'anéantissement des capitaux fixes par le fait même qu'ils doivent être reconstitués au moyen de capitaux circulants détermine la rareté de ces derniers, et comme il y a eu aussi consommation de capitaux circulants, ils sont donc très rares; 2° Le second cas est celui d'une activité industrielle et commerciale intense, qui, elle aussi, exige des moyens monétaires plus considérables. Dans les deux cas, la loi de l'offre et de la demande joue. En présence d'une marchandise qui se dérobe, chacun offre des prix plus élevés que son concurrent et la hausse a lieu, même dans une proportion supérieure à celle de la raréfaction.

Tant qu'il existe des réserves monétaires, c'est-à-dire tant que les banques d'émission peuvent émettre des billets, ou ouvrir des crédits, et que les banques de dépôts opèrent des inscriptions en compte, la hausse du taux de

l'escompte n'a pour but que de discriminer parmi les demandes, mais influe sur le renchérissement des produits. En effet, le producteur, pour compenser la somme supplémentaire qu'il paie à la Banque augmente son bénéfice brut et, par suite, ses prix. Ceux-ci sont d'ailleurs en hausse vu l'activité des affaires. La demande de produits étant forte, la production, pour s'accroître, emploie au besoin des procédés de plus en plus onéreux et devient plus chère. D'autre part, l'industriel cherche à réaliser immédiatement le montant de ses ventes, et il fait escompter les traites qu'il possède sur ses clients. Tout concourt donc à amplifier la demande monétaire. Ces phénomènes, hausse des prix et intensité de la demande agissent et réagissent les uns sur les autres. Dans ces périodes, la spéculation se procure des ressources, quel que soit le taux de l'escompte. En effet, il suffit pour que ces affaires soient possibles, que l'intérêt du capital soit inférieur aux profits que fournit l'emploi de ce même capital. Si les profits sont très grands, le taux de l'escompte peut être élevé sans nuire aux transactions. Les demandes faites aux banques se présentent sous forme d'escompte et d'avances sur titres. La circulation des billets augmente, le portefeuille se gonfle parallèlement, mais, bientôt, ce n'est plus du billet qui est demandé, mais de l'or. Pour défendre leur encaisse, les banques d'émission augmentent le taux de l'escompte. Les reports sur les bourses se font à un taux plus élevé et l'inévitable se produit : les spéculateurs peu solides sont exécutés. La crise est déclanchée. La mauvaise répartition de la monnaie trop abondante dans la circulation, insuffisante dans les réserves est la cause immédiate de la crise. La bourse des valeurs, sur laquelle la spéculation est d'ordinaire très intense, est le plus souvent la pre-

mière atteinte par la crise. En général, la crise de la bourse, due à une pénurie monétaire est toujours suivie d'une crise économique. Toutefois, celle-ci ne suit pas forcément immédiatement; elle se déclanche au moment où les commandes se ralentissent. L'élévation des prix décourage les acheteurs, les négociants qui ne peuvent se débarrasser de leurs marchandises sont cependant obligés de tenir les engagements qu'ils ont contractés. Ils recouraient bien à l'escompte, mais le prix de celui-ci est tel, qu'il est plus avantageux pour eux de solder leurs produits à un prix acceptable. La crise industrielle commence alors. On peut donc définir la crise : l'arrêt de la hausse des prix. Sur le marché monétaire elle se signale généralement par la chute des cours de bourse et sur le terrain économique par la chute des prix.

M. Juglar a étudié les crises d'une façon très complète et, de ses observations, nous pouvons déduire :

Le commencement de la crise coïncide avec un maximum des prix et, notamment, avec un maximum du prix du blé — avec un minimum d'encaisse et un maximum des escomptes dans les banques d'émission — les importations de marchandises présentent un minimum l'année de la liquidation ou l'année qui précède la liquidation — les prix des marchandises de toutes sortes et, notamment, le prix du blé est minimum l'année où la liquidation est complète. Quant à l'encaisse, elle atteint un maximum et le portefeuille un minimum dans les années de liquidation. Il faut faire une exception pour 1814, année de liquidation où le chiffre des escomptes a été un peu supérieur à celui de 1815.

Une crise coïncide avec un minimum de l'encaisse et un maximum des escomptes de la banque d'émission :

Années	Maxima des escomptes	Années	Maxima de la moyenne de l'encaisse
1803	510 millions	1804	11 millions
1805	631 —	1810	42 —
1810	792 —	1813	28 —
1818	615 —	1821	154 —
1822	395 —	1826	100 —
1826	689 —	1830	145 —
1830	617 —	1834	158 —
1839	1193 —	1836	146 —
1842	1179 —	1839	235 —
1847	1811 —	1842	223 —
1853	2848 —	1847	122 —
1857	5507 —	1856	225 —
1861	5292 —	1861	369 —
1864	6444 —	1864	252 —
1866	6538 —	1871	551 —
1869	6628 —	1878	2072 —
1873	9562 —	1881	1751 —
1881	11374 —	1884	1935 —

L'encaisse atteint un maximum et le portefeuille un minimum dans les années de liquidation :

Années	Escompte minima	Années	Minima de la moyenne de l'encaisse
1800	96 millions	1804	14 millions
1805	255 —	1807	74 —
1811	446 —	1811	103 —
1814	203 —	1815	49 —
1820	304 —	1820	195 —
1823	308 —	1823	185 —

1828	402	—	1828	211	—
1832	151	—	1832	251	—
1841	1079	—	1835	181	—
1843	1014	—	1838	273	—
1849	1026	—	1840	246	—
1854	2043	—	1844	285	—
1858	4170	—	1852	584	—
1862	5206	—	1859	570	—
1865	6030	—	1862	369	—
1868	5573	—	1869	1189	—
1871	4088	—	1877	2195	—
1876	5640	—	1879	2115	—
1887	8269	—	1882	2046	—
			1886	2423	—

C'est donc l'élévation du prix de l'or provenant de la hausse du taux de l'escompte, qui ramène l'équilibre entre l'offre et la demande des marchandises et rétablit la circulation un moment arrêtée des produits. On a objecté contre la hausse du taux que la restriction des demandes de crédit, au moment où le marché a le plus besoin du secours de la banque, peut entraîner des liquidations forcées. Cela peut être, mais si l'escompte n'était pas plus cher, la spéculation continuerait, les prix augmenteraient et la débâcle surviendrait plus tard, mais ne serait pas évitée. On voit donc que le renchérissement de l'argent amène une réduction du volume des affaires, par suite, ne nécessite plus que des quantités de monnaie réduites. L'offre étant alors supérieure à la demande, le taux d'escompte baisse et les affaires peuvent reprendre.

Les principales crises furent celles de :

- 1810 en France et en Angleterre;
1826 — — et aux Etats-Unis;
1836 aux Etats-Unis, France et Angleterre;
1847 Angleterre et France;
1857 générale;
1864-66 France et Angleterre;
1873 américaine et allemande;
1882-84 France et Amérique;
1889 Angleterre et France;
1907 générale, mais principalement américaine;
1920-21 —

Il n'est pas nécessaire d'élever ou d'abaisser le taux d'escompte si la rareté ou l'abondance de l'offre sur le marché monétaire est due à des causes passagères. Dans le cas d'une crise monétaire, une baisse du taux d'escompte ou une légère augmentation de la circulation fiduciaire sont des moyens de rétablir la confiance. Mais comme nous le montrerons ci-après, si le change est défavorable, la hausse du taux d'escompte est nécessaire. Le taux d'escompte est le prix du capital disponible qui peut seul servir comme monnaie, comparée aux paiements différés. L'influence de ses variations est celle ordinaire des mouvements des prix dans l'harmonie économique.

III. — La Politique de l'Escompte.

Dans les deux parties précédentes, nous avons montré ce qu'est le marché monétaire, comment l'offre et la demande agissent sur ce marché et, d'autre part, la liaison qui existe entre la circulation fiduciaire et l'encaisse métallique d'un Etat. Par circulation fiduciaire, nous n'entendons pas seulement les billets de banque, mais aussi les crédits de banque. Avant la guerre, l'or était le pivot de toute l'organisation économique. Les prix des marchandises, les unités monétaires étaient évalués en or. Cette situation étant celle de presque tous les Etats, il en résultait un certain caractère d'internationalisation des divers marchés.

Dans les rapports entre Etats, l'importance de l'or apparaissait nettement. Si, à l'intérieur d'un pays, son rôle primordial était peu visible par suite de l'emploi de l'argent, des chèques, des billets de banque, il n'en était pas de même dans les relations internationales. Le commerce international est l'application intégrale du principe « les produits et les services s'échangent contre d'autres produits et d'autres services ». Or, dans cet échange, le pays importateur considère le prix en or du produit qu'il importe, et non son prix dans la monnaie du pays exportateur. La monnaie, en effet, n'a de pouvoir libérateur que dans le pays où elle a été créée; au delà, elle n'est plus qu'une marchandise, qui ne vaut que dans la mesure de sa valeur intrinsèque.

Cette compensation, produits contre produits, ne se fait pas obligatoirement au jour le jour; il y a des excé-

dents et des déficits, et le crédit intervient dans les liquidations journalières pour reporter les uns ou les autres. Mais, il ne faut pas oublier que l'ajournement d'une dette, grâce au crédit, la laisse subsister; seule, une vente de marchandises ou de services peut provoquer son règlement. Le mot « marchandises » comprend, outre ce qu'il désigne d'habitude, les métaux précieux. Pour régler une dette, un pays peut fournir soit des produits, soit du numéraire. Nous montrerons ci-après, dans quel cas, un Etat recourt à l'exportation de son or pour solder sa balance.

En énonçant « les produits s'échangent contre les produits », nous formulons un principe qui n'a pas d'évaluation numérique, car il est impossible de déterminer la quantité de services et produits reçus ou fournis par un Etat. Cet ensemble des créances actives et passives d'un Etat envers tous les autres Etats constitue ce qu'on appelle la balance des comptes. Ses éléments sont divers. Le principal est la balance du commerce. C'est une évaluation statistique fournie par les relevés périodiques de l'administration des douanes. A côté du commerce des marchandises se place celui des capitaux. Entre les deux, il y a une différence essentielle. L'un opère un transfert effectif de produits, l'autre n'opère qu'un transfert de propriété. Quand un Français achète des actions d'une société anglaise, le bien réel que représente cette action reste en Angleterre. Seulement, si une opération sur valeurs mobilières ne provoque pas un transfert de produits, elle est une source de revenus futurs pour le pays créancier. Outre l'influence de ces deux commerces, la balance des comptes reçoit aussi celle de ce que l'on appelle les créances invisibles : frets, assurances, dépenses des étrangers, etc.

La balance des comptes ne s'envisage pas pour une période, mais pour un jour donné. Elle se manifeste par l'importance de l'offre et de la demande sur le marché des changes.

Comme dans le commerce intérieur, il y a, pour traduire les engagements réciproques des pays, création d'effets de commerce. C'est le trafic de ces devises, qui constitue l'élément principal des opérations de change. Une opération de change consiste à transférer sur une place un crédit dont on dispose sur une autre place. Pour bien comprendre l'opération, supposons deux Français et deux Américains. Un des Américains a vendu pour x francs à un Français. Un autre Français a vendu pour y francs également à un autre Américain. Comment vont se régler ces opérations? L'Américain créancier va pouvoir tirer une traite sur son débiteur français et vendre cette traite à son compatriote qui l'adressera à son créancier français en règlement de son achat. Ce dernier n'aura qu'à encaisser l'effet à l'échéance, chez le Français tiré. Ainsi, il y a bien eu échange de produits contre produits. L'emploi d'effets de commerce n'a eu pour but que de faciliter les règlements car il est plus simple de se transmettre une traite que de transporter du numéraire. Généralement, l'ordre de payer sera libellé dans la monnaie du pays tireur et il y aura dans la compensation que nous avons exposée ci-dessus, à tenir compte du rapport entre les deux monnaies. Ce rapport fixe, quand deux Etats ont des unités monétaires du même métal est ce qu'on nomme le pair. C'est la valeur d'une monnaie exprimée en unités monétaires d'une autre place, en égard des quantités de métal fin que l'une et l'autre contiennent d'après la loi. Le pair est calculé en partant du nombre d'unités monétaires que vaut, en

chaque pays, un kilogramme d'or fin, étant donné la législation de ce pays. Ainsi, dans 1 kg. d'or fin, nous avons 3,444 fr. 44, 2,790 marks, 664 dollars 6142, £ 136,568. La valeur de la £ en francs est

$$\frac{3,444.44}{136.568} = 25.221.$$

Le pair est donc l'égalité de deux sommes de même métal exprimées en monnaies différentes. Si les monnaies à comparer ne sont pas du même métal, il ne peut y avoir de pair, car il y a une variable dans la relation.

Nous avons dit que le change consistait à transporter un crédit d'une place sur une autre place. Pour obtenir ce résultat, deux moyens sont possibles. Si nous voulons disposer à Paris d'un crédit d'une livre sterling que nous possédons à Londres, nous pouvons tirer une traite de £ 1 sur Londres et la vendre à Paris; ou, nous pouvons, avec une livre, acheter à Londres un ordre de payer à Paris. Le premier de ces procédés est la voie de la traite, le second est celui de la remise. Il y a parité, lorsqu'il n'y a aucun bénéfice à tirer ou à remettre.

Quand un commerçant français doit une livre à un négociant anglais, il peut acheter à Paris un effet d'une livre payable à Londres, qu'il remettra à son créancier. Mais, nous avons montré que la livre sterling représente un certain poids d'or équivalent à 25 fr. 221. Donc, en principe, pour régler sa dette, il peut envoyer 25 fr. 221 en or ou acheter un effet d'une livre. Si le vendeur de l'effet lui demande 25 fr. 27, pour prix de son effet, il y aura intérêt à envoyer à Londres un poids d'or d'une valeur d'une livre. Cet envoi nécessite des frais de transport et d'assurance et comme ce poids d'or vaut 25 f. 221 à Paris, il n'y a avantage à exporter du métal, que si le

prix de la devise est supérieur au prix total : achat du métal, frais de transport et assurance. Ce point limite est le gold point de sortie. On lui oppose le gold point d'entrée, point où il y a bénéfice à recevoir de l'or plutôt qu'un effet.

Les opérations sur métaux précieux influent sur le change. Le jour où le gold point de sortie est atteint, la demande de devises baisse si celle d'or augmente, et la sortie d'or continuera jusqu'au jour où le prix de la devise sera à la parité avec le prix de l'or.

L'or que l'on exporte peut être en barre ou monnayé et, dans ce dernier cas, être en monnaie du pays débiteur, ou du pays créancier. Selon que l'or exporté est de l'une ou l'autre de ces formes, le point de sortie varie. Pour le cas d'une importation en France de lingots ou de monnaies étrangères, leur monnayage en monnaie française ne rend ces métaux réexportables qu'au prix de la perte des frais de fabrication. L'importateur a un moyen d'éviter ces frais en obtenant de la Banque de France une avance sur dépôt d'or. Il sera d'autant plus porté à le faire que le taux d'intérêt exigé par la Banque sera moins élevé. Si l'importation des métaux précieux est provoquée par une hausse du taux de l'escompte, le détenteur a intérêt à liquider son opération. Le métal étant au pair, l'importateur a tout intérêt à le vendre à la Banque de France qui achète et paie comptant 3,437 francs le kg. d'or fin. S'il est au-dessous du pair, il le vendra à la Monnaie qui paie en bons de monnaie escomptables à la Banque de France. Avant 1914, à Paris, l'or était coté en 1 ‰ de prime ou de perte par rapport au pair. Le type coté était l'or à 1000/1000. Le parti à prendre par l'importateur dépend donc de la comparaison des frais de fabrication avec le taux des avances sur lingots,

le taux de l'escompte officiel et celui des bons de monnaie, le cours actuel et le cours éventuel du métal dans un avenir prochain.

Les opérations sur métaux précieux sont déterminées par 3 circonstances : le prix d'achat du métal précieux sur une place, le prix de vente sur une autre place et le coût de la remise ou de la traite avec laquelle on peut payer sur une place ou se faire payer.

Si Paris veut vendre des lingots à New-York, et régler en tirant une traite sur l'acheteur, à quel cours faut-il négocier la traite? Le kilogramme d'or fin valant, par exemple, 3,437 à Paris et \$ 664,6142 à New-York, la règle conjointe

$$\frac{100 \times 1 \times 3437}{664.6142 \times 1}$$

donne fr. 517,142 comme cours auquel il n'y a ni gain ni perte. Si la traite est vendue plus de 517 fr. 142 les 100 dollars il y a bénéfice. Ce bénéfice est brut et il faut, pour obtenir le bénéfice net, tenir compte des frais de port et d'assurance.

Si l'or est à Paris à 3,444 fr. 44, dans ce cas le cours indifférent est 518 fr. 25.

Au lieu de recouvrer le prix par une traite sur New-York, on peut demander une remise sur Paris. Dans ce cas à quel cours devra-t-elle être achetée à New-York pour que le prix d'achat soit \$ 664.6142? La formule

$$\frac{1 \times 664.6142 \times 100}{3437 \times 1 \times 1} \text{ nous donne 19 cents 33. Il y a}$$

gain si la remise coûte moins de 19 cents 33. Si la remise coûte 19 cents par franc, on a le prix de la remise: \$ 653.03; comme le prix d'achat de l'or est \$ 664,6142 il y a donc bénéfice. Au contraire, si la remise coûte plus

de 19 cents par franc, il y a perte. Le prix de \$ 664.6142 est celui donné par le bureau d'essai à New-York.

En résumé, pour la remise, la perte apparaît quand le change monte, et le gain quand il y a baisse; l'inverse se produit pour la traite.

Le règlement peut se faire aussi par la remise indirecte, en prenant une place tierce. Londres servait généralement d'intermédiaire, car il est le grand marché de l'or. En Angleterre, la valeur du kilogramme d'or fin est de £ 136.568. La monnaie ne prend pas de frais de fabrication. La Banque d'Angleterre n'a pas le monopole du marché de l'or, elle n'est pas seule acheteur et vendeur mais elle est tenue d'acheter l'or à un prix fixe de 933 pences l'once standard.

La balance des comptes en déterminant un cours des changes peut donc provoquer des mouvements de métaux précieux, mais elle peut être modifiée par des crédits de banque ou des crédits de spéculation. Dans les rapports de règlements entre pays à économie normale et bien équilibrée, la nécessité des crédits de banque est tout à fait exceptionnelle. Elle ne se présente que si la balance des engagements réciproques est accidentellement déréglée. Pour les pays à exportations saisonnières, l'emploi des crédits de change est un moyen normal d'ajuster les compensations.

Presque toujours ces crédits sont négociés de banque à banque, le commerce se tient à l'écart de ces opérations. En effet, le bénéficiaire d'un crédit de cette nature spéculé en réalité sur le taux du change, il escompte une amélioration de valeur de la monnaie de son pays par rapport aux monnaies étrangères. Or, cette spéculation n'est guère du ressort de la grande majorité des commerçants. C'est aux banques à prendre l'initiative de ces spécula-

tions sur le taux du change, si elles le jugent à propos.

La balance des comptes est donc l'élément principal de la détermination du change et alors ce dernier nous apparaît non comme une cause, mais comme un effet. Les prix ayant une seule unité de mesure: l'or, tout déséquilibre de prix entre deux marchés donnés pour un produit ou une série de produits détermine un courant de vente vers le marché où les négociants trouvent des conditions plus avantageuses. Cette modification dans les courants commerciaux entraîne une modification parallèle dans la balance des engagements réciproques des deux marchés. Et c'est cette modification dans la balance des engagements réciproques qui donne naissance au change. L'instabilité des changes est une conséquence de l'instabilité des prix et comme la parité tend toujours à s'établir entre les divers marchés, le change est chargé d'assurer cet ajustement.

La cote des changes indique le prix des créances sur l'étranger, c'est-à-dire le prix de vente indirecte des monnaies étrangères rendues sur le lieu de paiement et non le prix de cession directe des monnaies effectives. A Paris tous les cours de change sont établis pour un effet payable à vue. Avant la guerre, la cote était divisée en deux parties : celle du papier court et celle du papier long. L'une comme l'autre indiquait le prix de l'effet payable à vue. Si l'effet objet de la négociation était à terme on modifiait le prix à payer par un calcul d'intérêts. Le taux-appliqué était celui de la place sur laquelle l'effet devait être payé, une colonne spéciale de la cote indiquait ces taux pour les diverses places. Depuis la guerre on a renoncé au double tableau, le papier long sur l'étranger n'existant pour ainsi dire plus.

Pour déterminer le prix d'un effet dont l'échéance est

postérieure à l'échéance type, on déduit l'intérêt afférent au nombre de jours restant à courir si la cote donne l'incertain; on l'ajoute, au contraire, si la cote donne le certain. On dit que la cote donne l'incertain quand le prix variable est exprimé en monnaie nationale pour une quantité fixe d'unités de monnaies étrangères. La cote de Paris est de ce type. Au contraire, on dit que la cote donne le certain quand la quantité variable est le nombre d'unités étrangères que l'on obtient en échange de l'unité de monnaie nationale : ex., la cote de Londres. L'achat de papier court est effectué en vue d'une opération de change, tandis que l'achat de papier long est surtout un moyen de placement. On achète du papier long, beaucoup plus pour profiter de l'écart entre le taux d'escompte sur le marché débiteur et sur le marché national, que pour payer les dettes étrangères. Néanmoins, le papier long peut également servir d'instrument de change avant son échéance, puisqu'il peut être escompté dans une banque du pays débiteur. Le produit de cet escompte devient une créance immédiatement exigible.

En effet, nous avons énoncé plus haut « tout déséquilibre de prix entre deux marchés donnés pour un produit, détermine un courant de vente vers le marché où se trouvent les conditions les plus avantageuses ». Il est donc naturel que la hausse de l'intérêt sur un marché monétaire détermine un appel de capitaux sur ce marché. Si, la balance étant débitrice, le taux d'escompte s'élève à Paris, les étrangers qui ont du change à vendre le vendront pour avoir des disponibilités et les placer en effets français, ce qui leur rapportera plus. Quant aux personnes qui ont besoin de change, elles préféreront acheter du papier de commerce sur Paris, à du papier sur l'étranger et elles n'achèteront celui-ci qu'au

dernier moment. Au contraire, si le taux est plus bas, que sur les places étrangères, les vendeurs ne seront pas pressés et les acheteurs non plus.

Dans le cas d'une balance créditrice, si le taux d'es-compte monte, les personnes qui ont des remises à vendre le feront et les débiteurs seront moins pressés d'acheter du change. Il en résultera une tendance à l'accélération de la baisse des devises. Inversement, si le taux reste modéré, les vendeurs attendront et les acheteurs de remises se hâteront, donc la balance créditrice qui pousse vers la baisse sera contrariée. En effet, dans le premier cas, la balance est débitrice, donc les devises étrangères vont hausser à Paris. Nos commerçants ne les achètent donc qu'à l'instant où elles leur sont nécessaires. Ils espèrent toujours que le temps amènera une détente des changes. Au contraire, et pour la même raison, l'étranger vendra immédiatement. Si la balance est créditrice, les devises étrangères baissent, donc les commerçants qui les possèdent veulent s'en débarrasser et les acheteurs, croyant toujours avoir intérêt à attendre l'accentuation de la baisse n'achèteront au jour le jour que ce qui leur est strictement nécessaire.

Nous avons vu que les mouvements du change sont limités par les gold points d'entrée et de sortie. Supposons Paris débiteur de Londres; si nous exportons des souverains achetés au pair de la livre, soit 25.221, en tenant compte des frais de transport, environ 0.037, le point de sortie est 25 fr. 258. Si nous exportons des lingots achetés 3,444 fr. 44 le kilog. à la Banque de France, attendu que la Banque d'Angleterre les achètera £ 136,3485, la parité est 25 fr. 268, et en tenant compte du port, le point de sortie est 25 fr. 298. Si on envoie des pièces d'or prises dans la circulation, c'est-à-dire

frayées, nous avons un point de sortie de 25.392. Un kilogr. de pièces de 20 francs vaut 3,100 francs et est acheté £ 122.7085 à Londres, soit quotient de 25 fr. 263. Mais les pièces sont usées, et, au lieu de 1000 gr. nous aurons peut-être 996 grammes 4. Il faut donc donner en sus 3 gr. 6 d'or, ce qui porte le point de sortie à fr. 25.392. La Banque de France peut et a prélevé une prime sur les monnaies étrangères et lingots, mais cette prime ne pouvait porter le point de sortie au-dessus de 25.392, sinon l'or de la circulation était drainé en vue de l'exportation.

En supposant Paris créancier de Londres, les points d'entrée d'or sont, pour les pièces de 20 fr. : 25 fr. 183; pour les lingots, 25 fr. 129, et pour les souverains non frayés, 25 fr. 11.

Le point pratique d'entrée à Paris est celui des lingots, car ceux-ci se trouvent toujours sur la place de Londres. La Banque de France achète généralement les lingots au pair, quelquefois au-dessous, mais aussi au-dessus. La prime peut être directe ou indirecte. Il est arrivé que la Banque, ayant acheté l'or au pair à New-York, créditait le vendeur, non du jour de l'arrivée de l'or à Paris, mais en date du jour de l'expédition de New-York.

Les mouvements des métaux précieux peuvent aussi être provoqués par les variations du taux de l'escompte entre deux places. Si l'escompte est plus haut à l'étranger, il y a avantage à envoyer du numéraire à condition que l'écart entre le taux étranger et le taux national soit assez grand pour couvrir les frais de transport. Comme en France l'or est généralement vendu à prime, celle-ci s'ajoute aux frais de port et d'assurance et l'expérience prouve qu'il faut au moins une différence de 3 % entre

le taux de Londres et celui de Paris pour qu'il y ait intérêt à exporter l'or.

D'après l'usage la £ à trois mois vaut le cours à vue diminué de trois mois d'intérêts au taux actuel de Londres. Donc, si la £ cote 25.175, l'escompte à Londres étant à 2 %, un effet de £ 100 vaut fr. 2517.50

moins intérêt 12.59

(3 mois à 2 % soit 1/2 % par trimestre)

soit au cours actuel fr. 2504.91

pour £ 100 à 3 mois.

Le capitaliste qui possède cet effet a placé son argent à 2 %. Or, si l'escompte est à 5 % à Paris, il a intérêt à faire escompter à Londres cet effet, il transformera les bank-notes en or et l'expédiera en France où il le placera à 5 %. Dans trois mois, il fera revenir son argent. Un écart de taux peut donc provoquer un mouvement de capitaux.

Les cas d'exportation du numéraire sont donc la hausse du change court et les variations du taux de l'escompte. Ces deux cas sont liés généralement.

Quand l'or devient plus rare, il fait prime, et ainsi la prime sur l'or marche avec la prime du change. Les cas d'importation sont une balance favorable ou un taux d'escompte plus élevé sur la place que sur les autres places. L'afflux d'or sur le marché ne le fait pas baisser, car il y a toujours acheteur à un prix fixe : la Monnaie. L'importation ne peut faire coter l'or en perte; en 1850 il y a eu perte sur l'or, mais la France était en fait à l'étalon d'argent.

La loi du 7 Germinal an XI (28 mars 1803) avait bien institué le régime bimétalliste, établi le rapport de 1 à 15.5 entre l'or et l'argent monnayé, autorisé la frappe libre, mais, en accordant à l'argent une valeur supérieure

à sa valeur marchande, elle mettait la France dans la situation d'un Etat monométalliste argent. D'ailleurs, jusqu'à 1850, la production de l'or fut faible (4,852,150 kg. de fin de 1493 à 1850 pour 3,955,000 de 1850 à 1870). Jusqu'en 1850, l'or faisant prime était exporté, mais, à partir de cette époque, ce fut l'argent; l'or fit perte sur son pair et c'est ainsi qu'il parvint à se substituer à l'argent dans la circulation.

Si les fluctuations du taux de l'escompte peuvent provoquer des mouvements de numéraire, elles causent aussi des mouvements dans les capitaux du marché monétaire. De même que les banques de dépôt utilisent les fonds de leurs clients en escomptes à l'intérieur du pays, en avances sur titres, en reports en bourse, etc., de même elles peuvent employer ces fonds à très court terme sur d'autres marchés que le leur dans les mêmes opérations. Or, elle ne les font que si elles y ont avantage, c'est-à-dire si le taux momentané d'intérêt sur les autres marchés dépasse le taux d'intérêt sur le marché où se trouvent ces banques. Il y a cependant une réserve au point de vue des charges et des risques du transfert et du rapatriement des capitaux. Pour que ces spéculations sur le taux de l'intérêt puissent se produire sans trop de risques, il ne faut pas qu'elles soient exposées à être contrariées par des bouleversements profonds et fréquents dans les cours des changes. En temps ordinaire, le risque est minime et peut être évalué entre pays à même étalon monétaire.

Avant 1914, les fluctuations des changes tenaient beaucoup plus aux mouvements de ces prêts momentanés qu'aux variations de la balance normale des comptes et, par suite, aux écarts des taux d'escompte entre les grands marchés monétaires.

Ce genre d'opérations était constant entre le marché monétaire allemand et le marché monétaire français et se faisait à l'aide de l'acceptation.

Les acceptations de banque, en Allemagne, représentent deux catégories d'affaires, d'une part :

Les acceptations faites pour financer le commerce d'importation; elles consistent dans l'autorisation donnée à un importateur de substituer à son nom celui d'une banque universellement connue et d'en faire le tiré de son créancier;

d'autre part, ces mêmes acceptations, mais effectuées pour le commerce intérieur.

Lorsqu'une lettre de change est acceptée, elle circule avec facilité et si l'accepteur est une personne connue, le détenteur de la lettre pourra facilement la faire escompter. Il y a donc un intérêt à munir une lettre de change d'une acceptation et, de là, l'idée pour se procurer de l'argent de procéder de la même manière.

Si, après convention, on tire sur une banque pour un montant déterminé et que cette banque donne son acceptation à l'effet ainsi créé, celui-ci est escomptable. La banque consent à procurer ainsi l'avantage de son nom et sa garantie à la condition d'avoir provision au jour de l'échéance. Donc, si un banquier parisien autorise un banquier berlinois à tirer sur lui pour x francs de lettres de change, il met à sa disposition pour trois mois au taux d'escompte parisien une somme déterminée qui devra lui être remboursée dans trois mois. Cette traite, tirée et acceptée, est vendue par le tireur à Berlin. Il en retire le prix diminué du taux d'escompte à Paris. Avec les fonds obtenus, il va pouvoir escompter des effets allemands, placer dans des reports. Au bout de trois mois, il achètera un chèque sur Paris et l'expédiera au tiré. Ce

dernier pourra ainsi faire honneur à sa signature.

Pour que cette opération s'effectue, il faut qu'elle présente un intérêt financier pour ceux qui la font. Cet intérêt consiste tout entier dans la différence entre le taux d'escompte à Paris et celui à Berlin. Supposons le taux d'escompte 2 % à Paris et 5 % à Berlin. Une traite à trois mois sur Paris se vendra à Berlin au cours du change diminué du taux d'escompte parisien. Soit le change à marks 81 les 100 fr.; une traite à trois mois de 100 fr. se négocie donc 80 marks 50 (81 — moins l'escompte à 2 %). Le vendeur de cet effet, en plaçant ses 80 marks 50 à 5 % pendant 3 mois en retirera environ 81 m. 50. Le bénéfice de l'opération est la différence entre le prix de la lettre de change sur Paris et 81 marks. Les trois mois écoulés, il faut que l'emprunteur berlinois rembourse le prêteur parisien. Pour cela, il doit acheter une remise sur Paris. Celle-ci coûtant au pair 81 marks, il a donc gagné 81 marks 50, moins 81 marks = 0 m. 50. Si au moment de la restitution le change était à 82, il y aurait perte. Il y a donc là un risque.

L'effet de cette opération est d'augmenter à Berlin l'offre des traites sur Paris, ou, en d'autres termes, de faire baisser le prix du franc sur Paris. L'opération est donc défavorable au franc et favorable au mark. Si elle se multiplie, elle peut provoquer un mouvement de l'or français vers le Reich. Lorsqu'il y a l'écart supposé entre le taux d'escompte sur le marché parisien et celui du marché berlinois, les banquiers français peuvent prendre l'initiative de prêts à Berlin. Ils peuvent acheter du change à 3 mois sur Berlin; ils bénéficient ainsi du taux allemand et ils le revendent à l'échéance. Le banquier français peut aussi donner ordre à son correspondant berlinois d'acheter pour son compte à Berlin des effets

de commerce allemands. Ces effets achetés et revendus rapporteront 4 ou 5 %. En contre-partie, pour fournir à son correspondant les fonds nécessaires, il l'autorise à tirer sur lui des traites pour le même montant. A la fin de l'opération, la banque parisienne fera revenir ses fonds en se faisant expédier de Berlin une traite sur Paris par son correspondant ou en vendant à Paris une traite sur Berlin.

Dans ces deux sortes d'opérations, il y a un risque pour celui qui la fait, par suite des fluctuations du cours du change. Aussi a-t-on cherché un remède. La pension, ou escompte à change assuré, a pour but d'écarter le risque qui résulte de ce qu'à la liquidation de l'opération, on dépend du cours du change en vigueur à ce moment. Soit un emprunt de Berlin à Paris; les banquiers allemands ont en portefeuille sur le marché de Paris des traites qui sont tirées sur des villes allemandes. Ils les mettent en gage chez un banquier parisien qui leur fait une avance au taux d'escompte parisien; la banque parisienne permet à son correspondant allemand, pour le montant des sommes que ces effets représentent, de tirer sur elle des traites et de se procurer ainsi des fonds à Berlin au taux d'escompte parisien. Un peu avant l'échéance des traites de son gage, la banque parisienne les renvoie à Berlin et le banquier berlinois rembourse à son prêteur le prix convenu au moyen d'une remise en francs. En d'autres termes, c'est l'emprunteur berlinois qui prend pour lui tous les risques. La banque française n'ayant pas acheté les traites allemandes n'a pas à les revendre, elle a simplement prêté sur gage. En pratique, les effets de commerce sur lesquels ces opérations se faisaient étaient non des effets de commerce, mais des acceptations de grandes banques allemandes. Les traites que les banques

françaises prenaient ainsi en pension avaient un caractère de sécurité presque absolu. Lorsque ces opérations se faisaient sur une très vaste échelle, elles avaient pour conséquence de provoquer des expéditions de métal. La baisse du franc à Berlin entraînait un écoulement d'or de Paris sur Berlin. A l'inverse, lorsque toutes les pensions arrivaient à échéance et que les banques parisiennes ne renouvelaient pas leurs prêts, il fallait qu'à Berlin on trouvât brusquement les fonds nécessaires pour rembourser les fonds prêtés. En général, cette situation ne se présentait réellement avec un certain ensemble que lorsque les banques françaises y avaient mis elles aussi un certain ensemble. Cette concordance ne s'est produite qu'à deux ou trois occasions. Lors des événements d'Agadir, les fonds placés par les banquiers français à Berlin en grande abondance, sous forme de mise en pension ont été brusquement redemandés par les banques françaises. Le change allemand devint défavorable et il y eut exportation d'or vers Paris.

II. Le taux d'escompte d'un marché est donc en temps normal un élément important, cause des fluctuations du change, bien qu'agissant principalement sur le cours des effets longs.

En fin 1900, le 15 novembre, le taux d'escompte est de 3 % à Paris et de 5 % à Londres, la £ est cotée 25.23 à 25.26. Au bout d'un mois, elle est à 25.40. Le taux étant porté à 6 % le 30 novembre à Londres, celui de Paris est porté successivement à 3 1/2 le 15 décembre et à 4 1/2 le 21 décembre. Ce dernier relèvement ayant mis le taux français en harmonie avec le taux du marché international, la £ a baissé.

En 1907, les taux sont 3 % à Paris et 4 1/2 % à Lon-

dres; le 7 novembre, le papier long cote 25.21. Le 8 novembre, le taux français, qui avait déjà été augmenté d'un $\frac{1}{2}$ point le 21 mars est porté à 4 %; mais, le 5 décembre, le taux anglais atteint 7 %. Malgré une telle différence, le change n'est monté qu'à 25.26.

En comparant ces deux exemples, nous remarquons que le change en 1907 a moins monté qu'en 1900, bien que la différence entre les taux d'escompte anglais et français soit plus grande. Cela est la conséquence de la situation de la balance des comptes débitrice en 1900 et créditrice en 1907. Si le taux de l'escompte influe sur les mouvements des capitaux, ceux-ci réagissent sur lui. Il en résulte ainsi un certain équilibre du taux de l'escompte. Ce taux moyen est particulier pour chaque pays et l'équilibre international comporte des écarts permanents. Si l'offre est abondante sur le marché monétaire, le taux d'escompte est peu élevé. Au contraire, l'activité des affaires et la spéculation entraînent la hausse. Avant 1914, l'Allemagne avait un taux d'escompte élevé et retenait chez elle les disponibilités en crédits et en numéraires.

La hausse du taux de l'escompte est un moyen d'attirer les capitaux du dehors. En effet, elle modère l'escompte et protège l'encaisse, elle déprécie les traites commerciales tirées par le pays, elle déprécie même les autres valeurs mobilières, car leurs détenteurs, pressés par le besoin d'or devront s'en défaire; elle déprécie enfin les marchandises puisque les commerçants devront les vendre pour se procurer l'or dont ils ont besoin. Tous ces effets ont pour conséquence d'augmenter les achats de l'étranger, d'attirer ses capitaux. Ce n'est que depuis 1847 que la hausse du taux de l'escompte est un moyen de défense de l'encaisse. Pendant longtemps, la Ban-

que de France a utilisé la prime défensive (1). Par ce système, elle retient le métal qui est dans ses caisses, mais non celui circulant dans le pays. La prime défensive est uniquement un moyen de défense, car elle n'attire pas les capitaux étrangers. En outre, tandis que le créancier d'une livre sterling retire toujours la valeur d'une livre, c'est-à-dire son dû, il n'en est pas de même quand on prélève une prime sur l'or; celle-ci est perdue pour l'acquéreur du métal.

Il n'y a qu'une manière de défendre l'encaisse d'un pays, c'est de rendre dans la mesure du possible l'exportation inutile et de chercher dans les opérations de capitaux le moyen de se liquider. Pour y arriver, il faut attirer les capitaux du dehors et on ne peut y réussir que par le relèvement du taux de l'escompte. Par ce procédé, on se liquide sans exporter de numéraire ou en n'exportant que la quantité nécessaire et encore avec espoir d'un prochain retour.

Jusqu'en 1847, la hausse du taux de l'escompte n'a

(1) L'élévation du taux de l'escompte sur une place au-dessus du taux pratiqué sur les autres places provoque une demande d'effets longs. C'est donc une mesure à laquelle il faut recourir lorsque le prix des effets courts atteint le point de sortie de l'or. La Banque d'Angleterre n'y manque jamais. La sortie du numéraire et la réduction des capitaux disponibles sur le marché libre, qui en est la conséquence amènent sur ce marché la hausse du taux de l'escompte. Si la banque maintenait son escompte à un taux inférieur, tout le papier irait à son portefeuille, son encaisse serait attaquée et pour la préserver il lui faudrait bien hausser à son tour le taux de l'escompte.

La Banque de France ne croit malheureusement pas dans la même situation. La Banque offre de l'argent aux demandeurs d'escompte, mais l'écu n'est pas exportable, ce qu'il faut pour l'étranger, c'est de l'or. Or, la Banque de France ne le donne que contre une prime. Elle oblige le commerce à prendre de l'or dans la circulation. Il y a défense de l'encaisse de la Banque de France, au détriment de celle du pays.

(Note de M. Arnauné dans dict. d'Ec. Pol., p. 380.)

jamais été employée comme correctif à la dépréciation du change et moyen d'enrayer la fuite du numéraire. D'ailleurs, à cette époque, bien que la loi de l'An XI ait établi le régime bimétalliste, nous étions en fait au régime de l'étalon d'argent. Si l'Angleterre était débitrice, elle pouvait nous payer en or ou en argent, puisque la frappe de ces deux métaux était libre en France. Dans le cas contraire, c'est-à-dire la France débitrice, nous ne pouvions envoyer que de l'argent pour le vendre à Londres. Or, l'argent, évalué en or, était coté invariablement au-dessous de 60 pence, cours qui correspond à notre rapport 1 à 15.5. En 1823, l'argent était coté 58 pence $\frac{3}{4}$ l'once troy, au titre standard (925/1000). Par conséquent, la parité de la £ au cours de l'argent à Londres et de la valeur légale était très au-dessus de la parité avec l'or. Il y avait de ce fait un point de sortie de l'argent et non un point de l'or. A partir de 1850, l'argent n'a plus fait perte sur l'or, mais prime de 1853 à 1872. Il en est résulté un afflux d'or en France et une exportation de l'argent. Les débiteurs français avaient intérêt à vendre de l'argent à Londres, et les Anglais avaient avantage à nous régler en or. C'est ainsi qu'une circulation d'or a remplacé la circulation argent et que la France et l'Angleterre ont été à l'étalon d'or. En 1873 la France a failli revenir à l'étalon d'argent, mais la suspension de la frappe libre de l'argent lui a permis de conserver sa circulation d'or.

La Banque d'Angleterre fut la première à essayer d'utiliser l'influence des variations du taux de l'escompte. Ce taux qui, jusqu'en 1839, avait varié entre 5 et 4, fut porté à 6 % en 1839, mais il revint rapidement à 5 %. Ce ne fut qu'en 1847 que la hausse du taux de l'escompte fut considérée comme un remède. Une com-

mission d'enquête fut nommée en 1848 par les Lords, elle reconnut l'efficacité du moyen et regretta que les directeurs de la Banque y aient eu recours aussi tardivement et dans une mesure bien insuffisante. En France, la crise de 1846 ayant amené une diminution sensible de l'encaisse (1^{er} janvier 1846 : 252 millions — 31 décembre : 80 millions), pour ralentir la sortie des espèces, la Banque éleva à 5 %, le 14 janvier 1847, le taux de son escompte, qui était à 4 % depuis le 13 janvier 1820. C'était un premier, mais timide essai de la mobilité du taux. En même temps, elle eut recours à son moyen ordinaire, les achats de métaux précieux, un emprunt en Angleterre. Cette ressource était illusoire, car l'Angleterre pouvait retirer son or par une simple élévation de son taux d'escompte. C'est durant la crise générale de 1857 que, réellement, la mobilité du taux de l'escompte fut employée comme arme défensive du change et de l'encaisse des Etats; il y a eu, pour ainsi dire, guerre d'escompte. Les Etats-Unis, qui avaient ravitaillé l'Europe en blé en 1854, 1855 et 1856, n'eurent pas à le faire en 1857, la récolte étant bonne. N'ayant plus la ressource des exportations de blé pour acquitter leurs achats en Europe, ils durent les solder en numéraire. En outre, leur commerce intérieur étant surtout soutenu par de fortes avances de banque, une telle nécessité devait amener une restriction du crédit. Des faillites en furent le résultat. Le 24 août 1857, l'Ohio Life and Trust Cy suspendait ses paiements. Peu de jours après, ce fut le Mechanic Banking Association et la banque de Pensylvanie et du Maryland. Effrayées, les autres banques réduisirent leurs escomptes. Le 13 octobre, 32 banques sur 33 à New-York, suspendirent leurs paiements. Cette crise eut sa répercussion en Angleterre, qui soutenait

alors la guerre aux Indes contre Nana Sahib. La Banque d'Angleterre, devant la diminution de son encaisse, hausse son taux d'escompte. La Banque de France, qui déjà, en 1856, avait porté son taux à 6 % pour arrêter dès le début les sorties de numéraire, le porte à 6 1/2 le 12 octobre 1857 — à 7 1/2 le 26 octobre. L'effet de cette hausse ne tarde pas à se faire sentir : le portefeuille tombe de 620 à 590 millions. La Banque d'Angleterre porte alors le sien à 10 % et, le 12 novembre 1857, l'Act de 1844 est suspendu. C'était le seul moyen de venir en aide au marché. Il fut alors question d'établir en France le cours forcé des billets de banque, le gouvernement ayant refusé de le décréter, la Banque de France ne pouvant plus compter que sur elle-même éleva son taux d'escompte. Le 10 novembre, elle porte son taux à 8 % pour effets à 30 jours — 9 % pour ceux à 60 jours et 10 % pour ceux à 90 jours. La hausse est alors suffisante et la réserve commence aussitôt à se reconstituer, le portefeuille diminue ainsi que les comptes courants. Le taux est alors ramené à 7, 8 et 9 % le 27 novembre, à 6, 7 et 8 % le 7 décembre et à 5 % le 29 décembre. La liquidation de la crise fut rapide, l'escompte baissa sur le continent, mais la Banque d'Angleterre maintint le sien à 10 % et l'or reprit le chemin de l'Angleterre.

En 1864, la réserve de la Banque de France n'étant que de 157 millions pour un portefeuille de 792 millions, la Banque, pour faciliter la reconstitution de son encaisse, porte, les 6 et 9 mai, le taux de son escompte à 7 et 8 %. Le 26 mai, elle le ramène à 6 %, mais, devant une nouvelle augmentation du portefeuille, elle le reporte, le 9 septembre, à 7 % et le 13 octobre à 8 %. La réserve se releva rapidement.

En 1866, le taux à Londres est de 6 %, mais, malgré

cela, le change sur Paris reste défavorable, pendant trois mois l'ébranlement du marché anglais et la suspension de l'Act de 1844 inspiraient défiance à l'étranger, qui renonça à tirer profit du taux élevé de Londres.

En 1881, durant la hausse générale des prix en France, la fixation à 5 % du taux d'escompte amène une détente des changes et provoque une augmentation du stock or.

Si, en 1866, la défiance des étrangers avait rendu sans effet une hausse très forte du taux de l'escompte en Angleterre, nous remarquons qu'en 1889, la France a supporté sans danger un écart de 3 % entre son taux et celui anglais, grâce à une balance créditrice. L'influence de la cherté de l'escompte est donc limitée dans son application par l'état de la balance des comptes.

L'année 1893 montre un exemple caractéristique de l'influence de la hausse du taux de l'escompte à l'étranger sur le change d'un pays au régime du cours forcé. A cette date, l'Autriche se trouvait à la veille de sa régénération monétaire. Ne pouvant réaliser la remboursabilité de ses billets, elle avait adopté le système du noyau d'or, « das Goldkernwehrung ». Dans ce système, il y a une circulation de papier à l'intérieur du pays, mais il y a sécurité quant à l'échange de ce papier contre de l'or en cas de réel besoin. Il en résulte que la valeur du papier se maintient au niveau du pouvoir d'achat de l'or lui-même. L'Autriche avait donc constitué des approvisionnements d'or et, ayant adopté un nouveau pair du change inférieur à la valeur cotée du florin, il en était résulté une dépréciation des devises étrangères vis à vis de ce pair nouveau. La situation était favorable aux importations d'or. Mais, pendant ce temps, la politique monétaire suivie aux Etats-Unis a amené une crise qui

a eu sa répercussion sur le continent européen. Pour se défendre contre les sorties d'or, les banques européennes ont élevé leur taux d'escompte, notamment celle d'Angleterre. La Banque de France, grâce à notre balance favorable, n'a pas eu à recourir à ce remède. La hausse de l'escompte à Londres a provoqué une attraction pour les capitaux et, en dépit du cours forcé, ceux autrichiens la subirent, d'où hausse de la £ à Vienne. Vers la fin de l'année, tandis que la tension monétaire avait diminué en Angleterre, il y eut hausse de l'escompte à Berlin et à Amsterdam, d'où nouvelle influence défavorable sur le change autrichien. La Banque austro-hongroise, imbuë du principe de l'isolement, n'ayant pas haussé son taux d'escompte, n'a pu défendre le change autrichien. L'influence du taux de l'escompte à l'égard d'un pays dans une situation monétaire presque saine, mais encore au régime du cours forcé, est indirecte. Lorsque le taux d'escompte s'élève sur les marchés régulateurs, les fonds publics baissent, y compris ceux des États dont nous parlons. La baisse étant plus forte sur ces marchés étrangers qu'à l'intérieur où le taux n'a pas bougé, il se produit, par l'intermédiaire des arbitragistes, un rapatriement des titres qui rend la balance des comptes défavorable.

La fin du XIX^e siècle a été particulièrement marquée par les mouvements de l'or attiré par l'Autriche, la Russie, le Japon et les Indes. En 1896, la Banque d'Autriche-Hongrie a accru son encaisse-or de 120 millions et la Banque de Russie de 248 millions. Ces retraits d'or dans la circulation mondiale ont eu pour effet de relever notablement le taux de l'escompte sur les places étrangères. La Reichsbank, qui avait commencé l'année à 4 % et l'avait abaissé à 3 % le 13 février, l'a porté à

4 % le 7 septembre et à 5 % le 10 octobre. La Banque d'Angleterre, dont le taux d'escompte était de 2 % depuis le 22 février 1894, l'a fixé à 2 1/2 le 9 septembre 1896, 3 % le 23 septembre et 4 % le 21 octobre. La Banque de France, dont l'encaisse allait toujours croissant, dont les billets, véritables certificats d'or, constituaient une charge, a usé de la prime défensive. Cependant, en 1898, la récolte ayant été insuffisante en 1897, elle a maintenu le change à un taux modéré en portant son escompte à 3 % et en laissant l'or s'écouler. En 1899, devant les demandes d'or de l'Inde et de la République Argentine, et vu la hausse du taux de l'escompte sur les places étrangères, la Banque de France, pour enrayer le drainage, a porté son escompte à 3 1/2 %, le 7 décembre, et à 4 1/2 le 21 décembre, tandis que le taux était de 7 % en Allemagne et de 6 % en Angleterre.

Le début du XX^e siècle est marqué par un accroissement presque continu de l'encaisse-or de la Banque de France; aussi, son taux d'escompte est-il stable. En 1900, l'afflux d'or est d'autant plus remarquable que, depuis septembre 1899, le marché monétaire est privé des arrivages de l'Afrique du Sud. En 1901, les devises étrangères fléchissent jusqu'au point de laisser un bénéfice aux exportateurs d'or sur Paris. En 1902, notre crédit porte aide aux marchés de Londres et de New-York; l'Angleterre nous règle en or. En 1903, par suite d'une rémunération plus élevée offerte par l'étranger, l'exode de nos capitaux entraîne une tension des changes; mais, dès 1904, ils redeviennent favorables et l'or revient à nouveau vers la France. Il en est de même en 1905 malgré une hausse du taux de l'intérêt sur les marchés extérieurs.

La crise de 1906-1907 donne un nouvel exemple de

l'influence du taux de l'escompte. Par suite du resserrement monétaire causé par le développement des affaires, le taux d'escompte fut porté à 6 % à Londres, sans que cette augmentation ait suffisamment enrayé l'exode de l'or. Une hausse du taux français était donc inévitable; mais, afin de ne pas recommencer la guerre d'escompte qui a caractérisé la crise de 1857, la Banque de France, grâce à la puissance de son stock d'or, a conjuré le mal à sa source en dirigeant, sur les points où de légitimes besoins l'appelaient, notre aide monétaire. En 1907, cependant, la situation nous imposa l'élévation de 3 à 3 1/2 % du taux de l'escompte (21 mars). Après une accalmie, la crise ayant repris en octobre en Amérique, le marché anglais fut profondément atteint. L'élévation à 5 1/2 % du taux de la Banque d'Angleterre n'ayant pas réussi à enrayer le drainage de l'or sollicité par la prime considérable qu'il avait faite en quelques heures dans les principales villes des Etats-Unis, nous ne pouvons obtenir aucun résultat en usant du rehaussement successif du taux de nos escomptes. Aussi, des ressources encore plus importantes qu'en 1906 furent-elles mises à la disposition de la Banque d'Angleterre, sous la forme de monnaies d'or américaines. Grâce à ce moyen, le taux de l'escompte ne dépassa pas 7 % en Angleterre et 7 1/2 à Berlin. En France, il fut porté à 4 % le 7 novembre 1907. Si, en 1907, notre marché a ressenti les effets de la contraction monétaire due à l'ébranlement du crédit américain, en 1908, il a ressenti l'effet contraire. Les capitaux français disponibles lorsqu'ils n'ont plus subi l'attraction d'une rémunération avantageuse sur les places étrangères, ont été rapatriés et il en est résulté des changes extrêmement favorables. Pas une fois, au cours de cette année, le change sur Londres ne s'est

élevé au-dessus du pair et il y a eu afflux d'or à la Banque de France. Mais, il faut remarquer, comme le constatait alors M. Pallain, que l'encaisse de la Banque n'a pas augmenté plus vite que le mouvement général des échanges. En fin de 1909 la spéculation américaine ayant recommencé à escompter prématurément l'avenir avec un large optimisme, le marché anglais fut à nouveau sollicité et la Banque d'Angleterre, pour reconstituer sa réserve affaiblie, dut porter de 2 ½ à 5 % en 2 semaines son taux d'escompte. En 1910, le marché de Londres connut un nouveau resserrement monétaire et, à nouveau, l'escompte est à 5 %. En France, grâce à des cessions d'or pour l'exportation, le taux d'escompte a été stable. En 1912, les changes nous étant toujours favorables, malgré la tension causée par la guerre balkanique, une légère augmentation de notre taux d'escompte a suffi pour écarter toutes difficultés. Cette élévation a été maintenue en 1913 par suite de la cherté de l'argent sur certains marchés, où les taux atteignent la moyenne la plus élevée que l'on ait enregistrée depuis 40 ans.

L'état des changes est donc de la plus haute importance pour une banque d'émission. La Banque d'Angleterre sert de réservoir central à toutes les banques et à tous les banquiers. C'est chez elle que se trouve la réserve d'or du pays, mais l'encaisse est réduite à son minimum, grâce aux chèques et aux clearing houses. Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre est le régulateur des capitaux du monde entier; mais, vu la faiblesse de l'encaisse et la constitution particulière de la Banque, il est essentiellement mobile. Il suffit que certaines cotes se rapprochent ou s'éloignent du gold point pour qu'une modification du taux soit nécessaire. La Reichsbank, quoique avec une bien moindre intensité, suit les mê-

mes impulsions, obéit aux mêmes lois. La Banque de France, grâce à son stock d'or, peut laisser subsister pendant plusieurs semaines un écart de 2 % avec les taux des marchés voisins. Les variations du taux de l'escompte en Angleterre et en Allemagne ont souvent une cause monétaire, tandis qu'en France elles ne sont généralement motivées que par une variation dans l'état du marché monétaire.

III. Nous avons procédé rapidement à cet historique des mouvements du taux de l'escompte pour bien montrer leur liaison avec ceux de l'or et du change. Le taux de l'escompte est une arme. Grâce à lui, la circulation fiduciaire reste toujours dans les limites qu'impose une saine monnaie; l'or qui menace de fuir peut être retenu et même appelé, et les changes ont un correctif. Il suffit parfois de la perspective de son élévation prochaine pour amener une fluctuation du change. Mais ces variations ne sont pas, en doctrine, interprétés de la même manière. Selon les uns, les fluctuations du taux de l'escompte sont une nécessité; selon d'autres, elles sont l'œuvre d'une politique. Nous allons examiner ces deux thèses.

L'école classique et, depuis Goschen, Léon Say, M. Arnauné, ont vu dans la hausse du taux de l'escompte un phénomène inéluctable. En effet, dans l'échange, l'offre doit toujours être égale à la demande, et tout déséquilibre entraîne un mouvement des prix qui ramène à la position stable. Ce principe s'applique au commerce international et les différences de prix entre deux marchés provoquent une variation du change. Celui-ci cherche toujours à établir la parité entre les prix intérieurs des divers Etats. Mais, comme, d'autre part, l'intérêt des particuliers les pousse à exporter de préférence, soit

la monnaie, soit la marchandise, soit les services, en un mot, ce qui a le plus de valeur, il en résulte qu'un déséquilibre des changes a pour effet une exportation d'or, marchandise communément appréciée. Or, l'or est à la base de la détermination des prix et son exportation provoque une hausse du prix des capitaux.

Selon Ricardo et Stuart Mill, le change se corrige, seul; la hausse du taux de l'escompte se produit à son heure. Si la balance des comptes est défavorable, l'or fuit, la prime du change est un encouragement aux exportations, le crédit se resserre, le taux d'escompte s'élève et l'équilibre se rétablit. Par un détour, Goschen arrive aux mêmes conclusions : l'exode du numéraire détermine la hausse du taux de l'intérêt, qui agit sur les prix des marchandises, enraye la spéculation à la hausse et provoque une réaction dans le sens de la baisse. Par une voie détournée, la répercussion sur les prix, Goschen revient à l'Ecole classique : l'exode du numéraire détermine la hausse infaillible du taux de l'intérêt; celle-ci provoque, par la suite, une baisse des prix qui entraîne une augmentation des exportations, une diminution des importations et, par suite, un rétablissement de l'équilibre. Cette thèse confirme la déclaration de Waguelin, Gouverneur de la Bank of England : « La banque ne peut que suivre le taux du marché. Si elle restait en-dessous, tout son capital lui serait enlevé et si elle restait au-dessus, elle perdrait toute sa clientèle. La Banque doit suivre la loi de l'offre et de la demande comme un marchand pour la vente de ses produits. » Pour M. Arnauné, il n'y a qu'une manière de défendre l'encaisse d'un pays, c'est de rendre dans la mesure du possible l'exportation inutile et de chercher, dans les opérations de capitaux, les moyens de se liquider. Pour y arriver, il faut attirer

les capitaux du dehors et on ne peut y réussir que par un relèvement du taux de l'escompte. Par ce procédé, on se liquide sans exporter de numéraire ou en n'exportant que la quantité nécessaire et encore avec l'espoir d'un prochain retour.

Au contraire, pour Ansiaux la hausse du taux de l'escompte n'est pas une nécessité, elle est le résultat d'une politique. Tandis que L. Say, Goschen, M. Arnauné, M. Decamps voient dans la hausse du taux de l'escompte par la Banque Centrale une constatation, Ansiaux voit un acte de bon plaisir. Il appuie sa théorie sur une distinction entre les mouvements du numéraire et ceux des capitaux. Or, le taux de l'escompte est le prix des capitaux à court terme et non celui du numéraire. En conséquence comme les capitaux peuvent être abondants et le numéraire réduit, la hausse du taux de l'escompte n'est pas l'indice d'une situation, mais le fruit d'une politique. C'est ce qu'il résume en ces quelques lignes.

« Quand une banque centrale élève le prix de l'argent pour parer à la hausse des devises étrangères, elle le fait parce qu'elle le juge à propos et non pour se conformer à un renchérissement général de l'argent ou pour obéir à une contrainte irrésistible émanant des circonstances. Elle le fait et pourrait ne pas le faire, elle a le choix (1) ».

Cette conception, dans « Principes de la Politique régulatrice des changes » n'est pas exacte. D'ailleurs, si dans la première partie, la théorie de Goschen est critiquée, dans celle consacrée aux correctifs monétaires des changes, nous lisons que toute politique tendant à stabiliser

(1) Ansiaux, « Principes de la politique régulatrice des changes », Misch et Thron, Editeurs, Bruxelles et Leipzig, 1910.

le taux de l'escompte au détriment du change est à rejeter. Ansiaux reconnaît donc qu'il y aurait danger, au cas d'une change défavorable, à ne pas hausser le taux, c'est-à-dire à ne pas tenir compte d'une situation, la cherté des capitaux. Certes, une diminution du stock or affecte peu la masse des capitaux du marché monétaire. Ils peuvent continuer à s'offrir aussi abondants. Mais le drainage de l'or, s'il n'est pas enrayé, conduit à la dépréciation de la circulation fiduciaire et, par suite, à la hausse du loyer de l'argent.

Une banque d'émission n'a pas le monopole du marché des capitaux à court terme, mais en est le *pilier* grâce à l'importance de ses disponibilités, et elle ne peut arbitrairement fixer le taux de l'escompte. Dans la détermination de ce dernier entre cependant une politique, mais elle n'est pas ce qu'Ansiaux la suppose. La Reichsbank a toujours eu un taux supérieur à ceux des autres principales banques centrales, car elle voulait attirer vers le Reich les capitaux étrangers. Cette politique n'est pas la négation de la doctrine classique et son influence est limitée à l'étendue du contrôle de la Banque d'émission sur le marché national. Or, avant la guerre, les principaux instituts d'émission perdaient de plus en plus la maîtrise de leurs marchés monétaires respectifs. Leur taux d'escompte était donc bien la résultante du prix des capitaux sur leur marché tout comme le change est l'indice de la parité ou de la disparité des prix.

Il ne faut pas oublier que la hausse du taux d'escompte considérée comme fait inévitable ou comme un correctif ajourne une situation mais ne la règle pas. Elle peut empêcher une crise monétaire de se produire au moment d'une balance défavorable, elle évite le drainage de l'or, entraîne un resserrement du crédit qui est de nature à

réagir sur les éléments de règlement définitif des comptes internationaux, elle entraîne une hausse des avances et des reports, un fléchissement des cours de bourse et même si la hausse persiste, une baisse des prix. Mais elle ne libère pas le pays débiteur comme une exportation de marchandises ou de numéraire, elle ne fait que différer le terme d'une dette, elle ne modifie pas le principe de l'échange international car « Les produits s'échangent contre des produits ».

IV. Les variations du taux de l'escompte d'une banque d'émission sont donc les indications de l'état du marché. Le taux de l'escompte est le prix des capitaux du marché monétaire, il est fonction de l'offre et de la demande sur ce marché. Or, les personnes dont le crédit est bon sont toujours en état de se procurer de l'argent à un taux un peu inférieur à celui de la Banque Centrale et pour cette raison, la Banque Centrale est la dernière à sentir la pression des demandes d'argent. Il en résulte qu'une augmentation dans le taux de cette banque signifie que toutes les disponibilités du marché sont employées, que la dernière réserve du pays est sollicitée. Depuis le début du siècle, la constitution de puissantes sociétés de crédit a modifié l'organisation des marchés. Jadis, en Angleterre, la Bank of England et en France, la Banque de France, avaient une influence formidable sur leurs marchés monétaires respectifs et rapidement elles étaient sollicitées quand l'offre baissait sur ces marchés. L'action de leur taux d'escompte était donc certaine et immédiate. Maintenant les sociétés de crédit disposent de milliards de dépôts, ont une puissance de crédit extrême, peuvent prêter un peu partout sans se préoccuper de la Banque d'Angleterre

ou de la Banque de France. Il s'ensuit donc que les variations du taux d'escompte de ces banques centrales, causées par la situation du change, ne sont pas suivies de la part des banques de dépôt. Cette position ne peut durer, et dans l'intérêt général, les banques d'émission font prévaloir leur politique par divers moyens.

En Angleterre, les banques de dépôt prennent le Bank rate comme base du taux d'intérêt qu'elles servent à leurs dépôts de fonds. Aussi, toute hausse du taux officiel fait hausser le taux de l'intérêt des dépôts et oblige les banques à couvrir cette augmentation de frais par une élévation du taux privé. Si cette dernière ne se produit pas ou est trop faible, la Banque d'Angleterre vend au comptant des consolidés et les rachète à terme. Elle dégarnit ainsi le marché de ses disponibilités. Or, nous avons vu que les banques de dépôt utilisent leurs fonds, par l'intermédiaire des courtiers de change, des bill brokers. Si leurs disponibilités sont drainées par l'achat de consolidés, elles ne peuvent plus prêter aux bill brokers. Ceux-ci, pour avoir des fonds, doivent réescompter leur portefeuille à la Banque d'Angleterre; et, pour ne pas perdre, ils n'escomptent plus au-dessous du taux officiel. Durant cette période, la banque d'Angleterre n'escompte plus que les effets à courte échéance.

En Allemagne, la Reichsbank avait une influence sur le marché libre beaucoup plus grande que celle que la Banque d'Angleterre avait sur le marché britannique. Cependant, quand son autorité était méconnue, elle tendait à la reprendre en faisant escompter des bons du Trésor (Schatzscheine) sur le marché privé. Elle attirait ainsi à elle une fraction suffisante des capitaux disponibles pour y provoquer pénurie et amener la tension désirée du taux privé. En novembre 1908, un escompte de

100 millions de Schatzscheine se fit aisément, mais fut sans effet, car le taux privé resta stationnaire.

En France, la Banque de France, confiante dans la puissance de sa formidable encaisse a adopté le principe de la stabilité et de la modicité du taux de l'escompte; aussi, n'a-t-elle pas eu à chercher à faire prévaloir sa politique. Sa situation très forte, son rôle important par l'escompte direct ou le réescompte, son grand nombre de succursales lui ont conservé une certaine maîtrise.

La méthode de la hausse du taux de l'escompte est onéreuse pour l'industrie; elle entraîne maintes fois des représailles défensives et peut être l'origine d'une lutte générale pour l'or au prix de renchérissements successifs et de plus en plus rigoureux du loyer des capitaux disponibles. Aussi, a-t-on recours à des correctifs monétaires pour ramener les devises étrangères au-dessous du point de l'or. Cependant, la fixité du taux de l'escompte ou le maintien à bas prix de ce taux ne sont pas en tout temps et dans tous les cas un bien pour le commerce et l'industrie. Le taux de l'escompte doit exprimer le vrai taux de l'intérêt, le taux qui convient à chaque moment à la situation des affaires et aux nécessités de leur liquidation. Or, ce taux vrai, seul le cours des changes peut le faire connaître. La Banque d'Angleterre ne manque jamais de proportionner son taux officiel au cours du change; pendant un certain temps la Banque de France n'a pas fait de même et, comme son taux inférieur aurait amené un gonflement de son portefeuille parallèlement à une diminution de son encaisse, elle la défendait au détriment de la circulation. Profitant du pouvoir libératoire de la pièce de 5 francs, aux demandes de numéraire, elle répondait par des offres d'écus et ne donnait l'or qu'à prime.

La Reichsbank profitait d'une clause de ses statuts stipulant que les billets ne sont remboursables en or qu'à Berlin. Donc, pour convertir à Hambourg un billet en or, il fallait payer les frais de transport Berlin-Hambourg.

En Angleterre, les monnaies usées sont reprises par la Banque d'Angleterre; elle les garde dans ce qu'on appelle le coin de l'or. Quand on lui demande de l'or, elle peut donc donner cette monnaie frayée et, comme à l'étranger, une pièce n'est prise que pour son poids, il y a là une prime indirecte.

Parmi les autres moyens de corriger le change tout en protégeant l'encaisse et sans toucher au taux de l'escompte, il faut citer la politique des devises. En fait, elle est impuissante à paralyser les répercussions du renchérissement des capitaux disponibles sur les autres marchés. En effet, la constitution d'un portefeuille de change sur l'étranger est facile à combattre par l'étranger lui-même. Si la Banque de France a un portefeuille de traites sur Londres, elle les lancera sur le marché à la place de l'or, quand le change sera défavorable; mais rien n'empêche le marché anglais d'avoir constitué un portefeuille sur la France et de le mettre sur le marché, détruisant l'effet de l'offre faite par la Banque de France. La politique des devises a été inaugurée par la Banque Nationale de Belgique; elle a été adoptée par la Banque d'Autriche-Hongrie, la Reichsbank, la Banque Néerlandaise, la Banque Nationale Suisse. La Banque de France a eu pour la première fois un portefeuille sur l'étranger en 1890. Sa constitution est due à l'application d'une autre politique que celle des devises. Elle est provoquée par le souci de conjurer sur place une crise monétaire afin de ne pas avoir à subir ses répercussions.

Un autre moyen est la mise à l'index du papier de cir-

culatlon d'origine étrangère. Il a été appliqué en 1907.

Le régime du cours forcé, organisé de telle manière que le papier monnaie ne s'écarte du pair que d'une façon accidentelle, protège la circulation métallique mais ne rend pas superflue la politique d'escompte. L'Italie et l'Autriche-Hongrie ont permis de le vérifier plusieurs fois.

En résumé, ces diverses pratiques avaient pour but le maintien d'une base uniforme à tous les prix et étaient des armes dans la lutte entre les différentes banques d'émission pour attirer l'or et ensuite le conserver.

La Banque d'Angleterre a été jusqu'à payer les lingots 78 sh. l'once, soit 3 pence de plus que la loi ne l'y oblige et 1 penny $\frac{1}{2}$ de plus que la monnaie, de même la Reichsbank a toujours cherché à attirer l'or. Quant à la Banque de France, grâce à la permanence d'une balance créditrice pour notre pays, elle a eu un afflux d'or spontané. Sa formidable encaisse lui a permis à différentes reprises d'avoir un taux d'escompte inférieur de plusieurs points à ceux de Londres ou de Berlin. « Il faut tenir compte de la situation toujours créditrice de la France qui, par l'afflux constant de capitaux qu'elle nous assure, contribue certainement à contrebalancer le courant d'exportation qui peut résulter du dénivellement des taux d'escompte. » (G. Pallain, déclaration lors de la crise de 1907.)

IV. — L'Escompte pendant et depuis la guerre.

Le régime monétaire de la France ne semble pas, en s'en tenant aux apparences, avoir subi des transformations profondes. Cependant, il est essentiellement modifié. Avant 1914, la valeur du billet de banque provenait de la valeur de l'or et des marchandises réellement créées, dont le prix était évalué en or. Il n'en est plus ainsi aujourd'hui, le billet est toujours une promesse de payer en or, mais, pour le moment, le remboursement est suspendu; il ne représente plus des richesses créées. Il correspond à des richesses détruites et à une hypothèque sur l'avenir. Il a encore certaines garanties : l'encaisse de la Banque, son portefeuille commercial, mais elles sont peu de chose. Il est surtout gagé par une créance sur l'Etat et, par suite, au lieu du franc or de 1913, nous avons un franc-papier crédit. Il faut remarquer que cette unité franc-papier a un support complémentaire dans l'habitude populaire d'user du franc dans les règlements.

La valeur de notre étalon monétaire n'étant plus basée sur l'or, dépend actuellement du crédit accordé par la France et par l'étranger, à l'Etat. Elle est basée sur la confiance, d'où il en résulte une grande instabilité. Cette transformation de l'unité monétaire a eu pour conséquence une modification profonde du marché monétaire et aussi du marché financier et est due principalement aux effets de l'inflation.

L'inflation est un accroissement des moyens monétaires. Elle n'est pas le résultat exclusif des émissions de papier-monnaie, mais aussi des ouvertures de crédit, de

l'émission de bons du Trésor, de l'augmentation de la dette perpétuelle de la masse des dépôts et des comptes créditeurs en banque, etc. Cela ne signifie pas que tous ces éléments jouent un rôle aussi actif les uns que les autres. Si chacun d'eux a une action dans le déséquilibre économique, consécutif aux transformations de l'unité monétaire, il l'exerce avec une influence plus ou moins grande. Nous venons de dire que l'inflation est un accroissement des moyens monétaires, mais il faut ajouter sans accroissement de richesse réelles en contre partie. Il y a donc un phénomène de rupture d'équilibre qui dans la formation des prix tend à pousser ces derniers à la hausse et les rend instables. Cette instabilité a de graves conséquences; elle incite à la spéculation et détourne les capitaux aussi bien du marché monétaire que du marché financier. En effet, il y a plus de profits à bénéficier de différence de cours, quand ceux-ci sont très mobiles, que de placer ses fonds à long terme ou même à court terme. Il y a relation entre le développement de la spéculation et la formation du taux de l'intérêt. Tout d'abord, les émissions successives de papier-monnaie ou les inscriptions en compte donnent l'impression d'abondance de capitaux et, par suite, laissent momentanément le taux de l'intérêt à un niveau plutôt bas. Ce niveau faible invite les individus à spéculer, à réaliser immédiatement des gains considérables. L'offre se raréfiant, le taux de l'intérêt augmente. En outre, si l'offre diminue, la demande grandit par suite de la hausse des prix; il faut plus de monnaie que par le passé pour obtenir une même richesse. Contrairement à ce qu'une interprétation hâtive de la théorie quantitative de la monnaie pouvait faire supposer, nous constatons donc que l'abondance de papier-monnaie ne crée pas le bon marché du taux de

l'intérêt. L'abondance de monnaie n'est pas l'abondance de capital. Avant la guerre, il y a eu une augmentation de la monnaie métallique, qui s'est traduite par une hausse graduelle de l'intérêt de 1895 à 1914. Cette abondance monétaire, en créant des revenus plus importants, créait également un esprit d'entreprise plus vif, une demande de capitaux plus considérable, demande qui a dépassé l'abondance créée par la monnaie même, d'où hausse de l'intérêt. Pendant la guerre, c'est la demande qui a tout dominé, en face de capitaux raréfiés elle était croissante. Il a donc fallu créer de la monnaie basée sur des capitaux futurs. La monnaie abondante, à son tour, a renchéri les prix de matière et de fabrication et, obligeant la demande à absorber des capitaux de plus en plus considérables pour obtenir les mêmes résultats qu'au début. C'est ainsi qu'une abondance monétaire se trouve quand même correspondre à une insuffisance de capitaux.

En dehors de la disparition des épargnes destinées au marché financier, il y a eu des variations dans le taux de l'intérêt, sous l'influence d'émissions successives. D'autre part, le taux de l'intérêt s'est accru parce qu'en présence de la dépréciation du franc, il y a eu crainte chez les détenteurs de capitaux. Désormais, il y a dans le taux de l'intérêt plusieurs éléments : 1° la rémunération du capitaliste; 2° une assurance contre le risque de perte.

Après avoir montré l'instabilité du régime monétaire actuel, nous allons voir le mécanisme de l'offre sur ce marché. En s'appuyant sur le rôle joué en 1870 par la Banque de France, on considérerait, avant 1914, que les banques d'émission étaient seules capables de jouer le rôle de banques de guerre. Les raisons qui faisaient attribuer à la banque d'émission ce rôle primordial sont les

suivantes : l'état de guerre entraîne, en général, trois ordres de circonstances, qui donnent à la banque d'émission l'occasion d'intervenir avec une efficacité particulière. Tout d'abord, au début d'une guerre, il y a une crise, une thésaurisation générale; en second lieu, viennent les dépenses de mobilisation et, enfin, le marché intérieur étant trop étroit pour les besoins de la conduite de la guerre, de gros achats doivent être faits à l'étranger. Les réserves d'or de la Banque d'émission sont alors une ressource fondamentale et unique. En application de cette doctrine, les conventions du 11 juin 1911 entre la Banque et l'Etat prévoyaient qu'au jour de la mobilisation, une avance de 2,900 millions serait consentie au gouvernement par la Banque, que le maximum d'émission serait porté à 12 milliards et le cours forcé des billets décrété.

En ce qui concerne la crise de défiance et de thésaurisation, le meilleur remède est de faciliter aux banques de dépôts, aux caisses d'épargne, à tous les dépositaires de l'épargne à court terme, le remboursement à vue. Aussi un stock considérable de coupures de 20 et 5 fr. furent répartis sur le territoire pour remplacer la monnaie métallique thésaurisée et, dès le 25 juillet, la Banque fournit des fonds aux sociétés de crédit, en réescomptant leur portefeuille, afin qu'elles puissent faire face aux retraits de leur clientèle. Le portefeuille commercial de la Banque de Franc de 1,554 millions le 25 juillet 1914, atteignit :

27 juillet	1583 millions
28 —	1682 —
29 —	1937 —
30 —	2444 —

31 —	2890 —
1 ^{er} août	3041 —
3 —	3430 —

Ce n'est que le 30 juillet, devant la menace de la guerre, que le taux d'escompte fut porté de 4 à 4 ½ et celui des avances à 5 ½ %. Le 1^{er} août, alors que la guerre apparaissait inévitable et que la Banque d'Angleterre, après avoir porté son minimum officiel à 8 %, l'élevait successivement dans la même journée à 9 et 10 %, le taux d'escompte fut porté à 6 % et celui des avances à 7 %. Le 31 juillet et le 1^{er} août intervinrent les premiers décrets moratoires. Par la prorogation des échéances, les effets que la Banque escomptait se trouvaient frappés d'une immobilisation momentanée, mais manifestement destinée à se prolonger et qui risquait, pour nombre d'entre eux de se transformer en impossibilité définitive de recouvrement. La restriction de la quotité exigible des fonds déposés à vue dans les banques provoqua une diminution de la demande de ces dernières et dès que l'acuité de la crise financière fut atténuée, le 20 août, le taux d'escompte fut ramené à 5 % et celui des avances à 6 %. Cependant l'escompte d'effets tombant sous le coup du moratorium fut continué et le portefeuille atteignit 4,476 millions le 1^{er} octobre, malgré les remboursements effectués par ceux des débiteurs qui n'entendaient pas se prévaloir du moratorium.

Dès le début de la guerre, le gouvernement anglais n'a pas voulu considérer la Banque d'Angleterre comme une banque de guerre. Il lui a maintenu son rôle de paix, qui est d'assurer la protection du change. Ce rôle s'est traduit par deux mesures: le chiffre des émissions n'a pas été élevé et le cours forcé n'a pas été décrété. En fait,

la Banque d'Angleterre a été le banquier du Trésor et si elle n'a pas émis de billets, elle a ouvert des crédits, a opéré des inscriptions en compte. Fin juillet 1914, elle a aussi réescompté un certain nombre de traites, pour permettre aux banques de dépôts les remboursements à leurs clients, mais elle n'a pas émis de billets, elle a crédité le compte des banques qui présentaient au réescompte.

L'Angleterre n'a cependant pas échappé au papier monnaie. Si l'Act du 6 août 1914 permettait au gouvernement d'autoriser la Banque d'Angleterre à dépasser sa limite d'émission, il autorisait aussi la Trésorerie à émettre des billets, ayant cours légal, les currency notes. Or, en août craignant de voir les banques assaillies de demandes de retraits et ne voulant pas augmenter le pouvoir d'émission de la Banque d'Angleterre, la trésorerie émit des currency notes. Ces coupures furent à la disposition des caisses d'épargne et des banques dans la proportion de 20 % de leurs exigibilités. En fait, les banques qui pouvaient demander £ 225 millions n'ont demandé que £ 15 ou 16 millions. Du reste, elles ont rapidement remboursé au gouvernement les avances ainsi faites, et il semble bien que ce premier moment de panique passé, les currency notes auraient dû disparaître. Au contraire, il y a eu accroissement continuel de leur circulation. C'est qu'en Angleterre, la Banque Centrale n'émettait pas de billets comme celle de France, elle ouvrait des crédits. Quand la Banque d'Angleterre faisait une avance au gouvernement, elle inscrivait à son compte un chiffre supplémentaire. A son tour, le Gouvernement disposait de ce crédit au moyen de chèques, qu'il remettait à ses fournisseurs. Ces derniers versaient ces chèques à leur propre compte dans leur ban-

que particulière. Les dépôts augmentaient donc dans ces banques. Les banques privées ayant reçu ces chèques, les présentaient à la Banque d'Angleterre, sur laquelle ils sont tirés, et celle-ci virait, du compte du Trésor aux comptes des banques, les sommes portées sur ces chèques.

En France, à toute avance au gouvernement correspondait une émission de billets. Ceux-ci allaient aux fournisseurs de guerre, qui les déposaient à leur compte propre dans une société de crédit. Les deux mécanismes ont donc une certaine similitude. Mais, dans un cas comme dans l'autre, l'offre monétaire résultant d'une émission de billets ou d'inscriptions en compte repose sur une créance contre l'État. En Angleterre, les banques privées ont aussi ouvert des crédits, notamment pour l'achat de bons du Trésor, de valeurs de guerre, et il y a eu, de ce côté également, offre monétaire. Cette inflation des dépôts a eu pour effet une augmentation des prix, notamment des salaires. Par suite, une plus grande quantité de monnaie fut nécessaire et c'est pourquoi les banques de dépôt ont dû acheter de plus en plus des currency notes. Désormais, ayant de la monnaie, elles augmentèrent leurs crédits et le maximum de la circulation fut atteint en décembre 1920. C'est ainsi que les banques de dépôt ont pu, dans une large mesure, remplir les différents rôles que l'on attribue généralement, en cas de guerre, aux banques d'émission.

Si nous résumons ce qui précède, nous voyons qu'en France comme en Angleterre, il en a été de même chez tous les belligérants et aussi chez les neutres, il y a eu accroissement général des signes monétaires. Mais, cette augmentation de l'offre a eu lieu uniquement en faveur des gouvernements. Dès le début des hostilités, le com-

merce a pris la coutume de régler au comptant ses transactions. Le rôle commercial des banques a donc été pour ainsi dire nul. Les banques d'émission comme les banques de dépôts ont servi à financer la guerre. Du fait que ce sont les besoins de l'Etat et sa politique financière qui ont déterminé l'abondance plus ou moins grande des signes monétaires, il en est résulté que la valeur propre de l'unité monétaire ne peut plus s'apprécier que par rapport aux marchandises de chaque pays, on ne connaît la valeur de change du papier que par sa puissance d'achat. L'établissement du cours forcé et l'interdiction d'exporter l'or ont provoqué la nationalisation des marchés monétaires. Si, avant la guerre, tous les systèmes monétaires gravitaient autour de l'or, la guerre a disloqué le mécanisme.

Nous avons vu, dans nos seconde et troisième partie, que lorsque, sur un marché donné, les disponibilités en capitaux liquides dépassaient la masse des produits et services capables d'être échangés, les prix montaient. Cette hausse décourageait les exportations, favorisait les importations et provoquait une modification de la balance des comptes. Le renversement de la situation était marqué par le cours du change, le prix des devises montait, mais l'or limitait la hausse en fuyant et, aussi tôt, les efforts tendaient à le retenir, à rappeler celui exporté; le taux de l'escompte élevé attirait les capitaux et les parités du pouvoir d'achat des monnaies se rétablissaient. Depuis 1914, la monnaie, ne pouvant plus diminuer par l'exportation, a diminué par la dépréciation. Il faut remarquer que la dépréciation intérieure et la dépréciation extérieure de la monnaie ne vont pas de pair. Théoriquement, tant que la dépréciation externe n'atteint pas la dépréciation interne, les importations sont

stimulées et les exportations modérées, inversement quand la dépréciation externe précède la dépréciation interne, les exportations sont favorisées et les importations enrayées. Dans la pratique, les déplacements de capitaux, le mouvement des marchandises et des valeurs sont souvent exagérées par des causes tout à fait indépendantes des variations de la masse monétaire. Cependant, la dépréciation interne et la dépréciation externe de la monnaie réagissent constamment l'une sur l'autre, pour niveler les conditions sur les différents marchés.

Avant de passer à l'examen de la demande sur le marché monétaire, dont nous venons de montrer les caractéristiques : fermé par état et basé sur les signes monétaires créés au profit de l'Etat, nous allons voir rapidement la situation de l'or dans le monde.

Durant les guerres précédentes, beaucoup de gouvernements n'ont pas craint de montrer le rapport entre l'or et le papier-monnaie. Sauf en Italie et en Russie, il n'en fut pas ainsi pendant le conflit de 1914-19. La législation relative à l'or a été à peu près la même chez tous les belligérants. Dès le début des hostilités, le cours forcé a été proclamé et le commerce des monnaies d'or fut prohibé. A ces mesures s'est jointe l'interdiction d'exporter l'or (France, décret 3 juillet 1915; Allemagne, septemb. 1915). En Angleterre, le cours forcé n'a pas été décrété, mais, furent interdits l'achat et la vente des monnaies et des lingots provenant de la fusion des monnaies. Dès les premiers mois de guerre, l'Angleterre a acheté systématiquement tout l'or des mines sud-africaines. Indirectement, il y a eu ainsi fermeture du marché libre de l'or. Cette suppression a obligé tous ceux qui désiraient des lingots à s'adresser à la Banque d'Angleterre, qui a ainsi contrôlé toutes les exportations de métal précieux.

En octobre 1919, quand le marché libre de l'or a été réouvert à Londres, le gouvernement anglais a aussitôt prohibé l'exportation de l'or jusque là non interdite.

En temps normal, le cours de l'or dépend de l'offre, de son emploi industriel et de la situation du change. Si, dans un pays, l'or est abondant, la prime de l'or ne devient jamais élevée; au contraire, s'il est rare, la prime pourra être forte et, si on est au régime du papier-monnaie, elle sera sans limite.

La prime de l'or fut plus ou moins importante selon les nations. Il ne semble pas cependant qu'elle ait mesuré la perte de pouvoir d'achat de la monnaie nationale vis-à-vis des marchandises, pour la raison très simple que la puissance d'achat de l'or lui-même vis-à-vis des marchandises dans les pays où l'or est la monnaie courante, a beaucoup diminué. Il y a eu même, dans les pays qui ont conservé une circulation d'or effective, une dépréciation de cette monnaie. Elle est due à l'accumulation de l'or dans ces Etats; c'est la conséquence de l'inflation métallique. C'est la surabondance de l'instrument monétaire, quel qu'il soit, qui détermine la hausse des prix. Ces deux phénomènes de dépréciation de la monnaie et prime de l'or ne sont pas fonction l'un de l'autre. Au moment de la première révolution russe, le prix de l'or avait à peu près doublé en Russie et la dépréciation de la monnaie n'était que de 55 %. La production de l'or n'a pas été interrompue pendant la guerre, mais elle fut en quantités de moins en moins fortes.

Le stock mondial d'or a vu sa répartition modifiée en conséquence de la guerre. Durant la lutte, il s'est accumulé aux Etats-Unis et chez les neutres. Depuis 1919, il y a eu exode de l'or de ces pays, vers l'Extrême-Orient. Le 15 septembre 1919, le marché de l'or a été rétabli à

Londres, mais avec certaines restrictions. L'exportation des lingots et celle des monnaies d'or n'est permise que moyennant une licence. L'arrivée des lingots et leur vente libre est permise. Il y a donc deux marchés, un restreint et l'autre libre. La Banque d'Angleterre achète toujours l'or à 77/9 mais, sur le marché, les cours varient. En février 1920, l'once cotait 125 sh.

A New-York, le marché de l'or est resté ce qu'il était avant-guerre. La combinaison du système anglais avec le marché libre de New-York fait que la prime sur le marché de Londres est constamment parallèle au cours du change de New-York à Londres. Si la prime sur le marché anglais dépassait la prime à New-York sur la £, il deviendrait plus avantageux d'acheter à Londres un chèque sur New-York et de faire venir contre ce chèque la quantité d'or correspondante.

Les marchés anglais et américains sont les seuls où l'or peut être trouvé. Le gros acheteur d'or à Londres est l'Inde, le reste va en Amérique d'où il repart vers l'Extrême-Orient. On peut donc dire que c'est l'Asie qui absorbe la majeure partie du stock d'or européen. L'autre partie, vu la grosse prime intérieure, est employée par l'orfèvrerie.

Pendant la guerre, chez tous les belligérants, le grand emprunteur à court terme a été presque exclusivement l'Etat. Les opérations commerciales se sont faites pour la plupart au comptant, d'où disparition presque complète des portefeuilles commerciaux, aussi bien dans les banques d'émission que dans les banques de dépôts. Le bon du Trésor fut le moyen du placement à court terme par excellence. En France, la loi du 5 août 1914 autorisait l'Etat à contracter un emprunt à la Banque de France jusqu'à concurrence de 2,900 millions. Le

mouvement des avances fut le suivant :

Août 1914	1100 millions
Septembre 1914	1000 —
Octobre 1914	625 —
Novembre 1914	600 —
Décembre 1914	600 —

La loi établissait le cours forcé, portait le maximum d'émission à 12 milliards et autorisait le gouvernement à augmenter le maximum de l'émission par décrets, pris en Conseil d'Etat, sur proposition du Ministre des Finances. Ces avances de la Banque sont indépendantes de l'avance permanente des 200 millions. Le 13 septembre 1914, M. Ribot, par décret, créa le Bon de la Défense Nationale, transformation de l'ancien Bon du Trésor. Les bons du Trésor étaient principalement souscrits par de grands établissements et étaient d'une valeur nominale élevée. Le moratorium des échéances et des dépôts ayant paralysé l'émission de ces bons au 13 septembre 1914, environ 350 millions étaient en circulation), M. Ribot pensa à drainer la petite épargne. Celle-ci, par suite des premières émissions de billets, tendait à s'accroître, et le bon de la défense fut pour elle un excellent emploi. Cependant, l'éducation du public et des comptables était à faire et, ne pouvant prévoir une ressource importante dans le bon de la défense, la faculté d'avances de la Banque fut portée, le 21 septembre 1914, à 6 milliards; aucune augmentation de la limite d'émission ne fut prévue. L'émission des bons de la défense eut un rapide succès et, en fin 1914, 1,300,000,000 de francs étaient souscrits. L'Etat, par le moyen du bon de la défense, fut le principal demandeur de capitaux sur le marché monétaire durant la guerre. Le succès des bons permit au gouvernement d'attendre jusqu'en mai 1915,

avant d'avoir à demander de nouvelles avances à la Banque. La convention du 4 mai 1915 porta le maximum des avances à l'Etat à 9 milliards et celle du 11 mai porta le maximum de l'émission à 15 milliards. Successivement, le montant des avances et celui de l'émission furent élevés.

Convention	13 février 1917	max. avances	12 milliards
	2 octobre 1917	—	15 —
	5 avril 1918	—	18 —
	7 juin 1918	—	21 —
	13 février 1919	—	24 —
	24 avril 1919	—	27 —
	29 décembre 1920	—	25 —
	21 décembre 1922	—	24 —
	15 mars 1916	max. émission	18 —
	15 février 1917	—	21 —
	10 septembre 1917	—	24 —
	7 février 1918	—	27 —
	3 mai 1918	—	30 —
	5 septembre 1918	—	33 —
	25 février 1919	—	36 —
	24 avril 1919	—	40 —
	28 septembre 1920	—	41 —

En temps normal, outre l'escompte commercial, le report en bourse est source d'une demande de capitaux sur le marché monétaire. La Chambre des Agents de change ayant ajourné la liquidation de fin juillet 1914 à fin août, puis à fin septembre, le décret du 27 septembre 1914 régularisa la situation au point de vue légal pour les achats et les ventes à terme effectués avant le 4 août 1914. La liquidation de juillet 1914 ne put avoir lieu qu'en automne 1915, grâce au décret du 16 septembre 1915 qui autorisa le règlement, par dixièmes

mensuels. La Bourse put rouvrir et, ainsi, le gouvernement put émettre des emprunts perpétuels. Les emprunts 5 % 1915 et 1916 procurèrent au Trésor des ressources qui lui permirent de ne pas contracter de nouvelles avances auprès de la Banque de France de mai 1915 à février 1917.

En Angleterre, au début des hostilités, la Trésorerie avait la conviction profonde qu'elle devait recourir le moins possible aux emprunts à court terme. Au début de 1915, les Treasury Bills en circulation (échéance 12 mois au maximum) étaient d'un peu plus de £ 100 millions seulement. Le succès des Bons de la Défense en France incita le Chancelier de l'Echiquier à changer de politique, et c'est ainsi qu'en Angleterre comme en France l'Etat fut le grand demandeur sur le marché monétaire. A partir d'avril 1915, l'émission des Treasury Bills eut lieu à guichets ouverts. En décembre 1915, £ 395,6 millions étaient en circulation et £ 1 milliard en septembre 1916. En 1916 furent émis les War Expenditure Certificates à échéance de 2 ans. A partir de fin 1916, l'émission des Treasury Bills fut diminuée par suite de l'émission des Exchequer Bonds à 3 et 5 ans (5 % 1916-21 et 6 % 1916-19). La création des War Saving Certificates eut pour but de capter la toute petite épargne.

La demande, sur le marché monétaire, par la voie des bons du Trésor et de la Défense fut différente sur celui français, de celle sur le marché anglais. En Angleterre, ce sont les banques, principalement, qui ont souscrit ces bons, tandis qu'en France, ce sont les particuliers. Les sociétés de crédit françaises se sont servies du bon comme avant la guerre elles se servaient des effets de commerce pour garantir leurs dépôts. Nous avons vu que le solde créditeur des dépôts dans une banque importante,

ayant de nombreuses succursales, est assez stable et était utilisé pour l'escompte d'effets de commerce. Ceux-ci ayant presque disparu, les banques ne pouvaient laisser improductives de telles disponibilités et souscrivirent des bons. C'était là un moyen simple et rémunérateur. En outre, en cas de besoin, il n'y avait qu'à les escompter à la Banque de France pour obtenir des billets. Cet emploi du bon de la Défense par les banques a eu de grandes conséquences. Il a sauvé la situation bancaire lors de la crise de 1920 et a permis qu'elle garde une souplesse analogue à celle que le papier de commerce lui donnait avant 1914.

Lorsqu'une banque se voit gênée, immédiatement elle s'adresse à la Banque de France. Conformément aux obligations de celle-ci envers l'Etat, elle escompte ses bons de la Défense et assure la liquidité à la position de la banque momentanément embarrassée.

Cette facilité d'escompte du bon de la Défense par la Banque de France fait apparaître le lien qui existe entre le taux d'intérêt de ceux-ci et le taux d'escompte de la Banque. Si le taux officiel de l'escompte était inférieur à celui des bons, la banque serait menacée de voir se gonfler son portefeuille et sa circulation s'accroître sans mesure. Il est donc nécessaire que le taux de l'escompte soit au moins égal au taux d'intérêt des bons.

Le bon de la Défense ayant remplacé sur le marché monétaire, les effets de commerce, il en est résulté comme pour ceux-ci divers taux d'escompte. Mais, tandis que, jadis, le taux inférieur au taux officiel était réservé aux effets de première qualité, le bon de la Défense étant d'une qualité unique, la discrimination du taux d'escompte s'est basée sur les différences d'intérêt des bons du fait de leur terme. En effet, si une banque a des dis-

ponibilités libres pendant 3 mois, elle peut souscrire des bons à 3 mois qui lui rapporteront 4 % plus la commission de placement. Mais si elle escompte à 4.25 % ou à 4.40 un bon à 1 an n'ayant plus que 3 mois à courir, son profit sera supérieur.

L'emploi du bon de la Défense, comme placement productif des réserves des banques a été très heureux, mais il a eu l'inconvénient d'être préféré aux placements commerciaux, ce qui a troublé le mécanisme du crédit. Certes, l'écart entre l'intérêt servi aux dépôts à vue et l'intérêt servi par l'Etat aux Bons de la Défense Nationale est une source de bénéfices à l'abri des risques, mais il serait inexact de croire que toutes les disponibilités des banques ont eu cette affectation. L'escompte commercial a été faible, parce que la pratique des règlements au comptant fut observée durant la guerre et a persisté après l'armistice. Cependant, en 1915, nous voyons le portefeuille de la Banque de France se rapprocher de 400 millions. En 1916, le droit de timbre sur les effets de commerce a produit une somme supérieure d'environ 80 % au rendement du même impôt en 1915. En 1917, le maximum des escomptes est, le 22 décembre 1917, pour la Banque de France, avec 845,700,000 francs. En 1918, les banques de dépôts ont voulu renforcer leur encaisse, craignant que la menace allemande ne provoquât des retraits de fonds et ont fait réescompter leurs portefeuilles. Entre le 7 mars 1918 et le 11 avril 1918, le portefeuille de la Banque de France à Paris a passé de 684 à 1083 millions. Au 5 avril 1917, il n'était que de 256 millions. Il revint à 700 millions le 14 juillet et à 383 millions le 19 septembre 1918. En 1919, on assiste à un retour aux pratiques commerciales d'avant-guerre. La décomposition des entrées par trimestre dans le por-

tefeuille de notre institut d'émission fait ressortir une progression constante qui s'est accusée dans le dernier trimestre.

Les banques privées ont, durant la guerre et surtout après l'armistice, cherché un placement plus rémunérateur encore que le bon de la Défense ou l'escompte du papier de commerce; elles ont favorisé les emprunteurs disposés à offrir l'intérêt, le courtage, la commission les plus élevés, c'est-à-dire les spéculateurs. La demande de capitaux sur le marché monétaire, en vue de la constitution de stocks, afin de bénéficier des plus-values causées par la hausse des prix, fut importante en 1919-20. Mais elle ne fut alimentée que durant la hausse, au jour de la baisse du prix des marchandises, les banques ne lui donnèrent plus satisfaction. Capitaux du marché monétaires, ils ne pouvaient être engagés à long terme, ils avaient besoin d'une garantie rapidement réalisable; or, au jour de l'effondrement des cours, il était nécessaire pour leur sauvegarde que les banques les dégagent. Certes, c'était le moment où le stockiste avait besoin d'aide, mais l'intérêt de la banque était de ne pas immobiliser les fonds de ses déposants sous peine de compromettre sa position. La crise de 1920 a cependant montré de nombreux exemples où le banquier, constatait qu'un crédit à vue se transformait, malgré lui, en une immobilisation. Il en est résulté un trouble dans le mécanisme du crédit.

Nous trouvons un dernier emploi des capitaux du marché monétaire dans la spéculation sur le cours des valeurs mobilières et sur celui des changes. L'opération est semée de risques, mais le profit peut être tel qu'il y a attraction et nous assistons au développement du nombre des petits spéculateurs. En 1919, une partie de l'offre

des banques privées sur le marché monétaire a servi à faciliter la spéculation sur les valeurs étrangères de pétrole, mais en aggravant notre change. Ce n'est pas à dire que les mouvements de valeur de ces titres soient dus seulement à des variations de prix de monnaies étrangères. D'autres facteurs entrent en jeu mais il reste indéniable qu'une grande partie des variations de cours de ces valeurs proviennent de ce que les prix sont exprimés en monnaies assimilées à de l'or. Quand les banques cessèrent leurs avances les cours baissèrent. Le développement des banques étrangères en France n'est dû qu'à la spéculation sur les monnaies. Les variations du cours de notre change depuis la cessation des crédits des trésoreries anglaises et américaines sont dues en partie à la spéculation. Celle-ci fut très utile en 1919-20. Sans elle, il aurait été impossible de faire face aux règlements de nos balances déficitaires. Le capital mis en spéculation sur notre franc par les Etats-Unis est évalué à plus de 30 milliards. Une telle masse est un élément de modification des prix (1).

En résumé, nous voyons que la guerre a nationalisé les marchés monétaires, que l'offre a été le résultat de l'inflation. L'augmentation des dépôts dans les caisses d'épargne et dans les banques est due à l'abondance du papier émis ou des crédits ouverts. Quant à la demande, elle a été et demeure formulée en grand par l'Etat, puis au lendemain de l'armistice, par la spéculation sur marchandises et sur les changes et, enfin, par le commerce. Mais le marché monétaire n'ayant plus une base stable est en perpétuel mouvement. Les troubles monétaires

(1) Afin de restreindre la spéculation sur le change, la loi du 1^{er} août 1917 a institué le répertoire des opérations de change et la loi du 3 avril 1918 a interdit l'exportation des capitaux.

ont faussé le mécanisme du crédit, provoqué la disparité des prix et le déséquilibre des changes.

II. Les besoins à court terme du gouvernement sont encore considérables et sa demande ne baissant pas, il était inévitable qu'elle vienne en concurrence avec la demande privée. Ce heurt n'a pas eu lieu en 1919, par suite de l'accroissement de l'offre monétaire dû aux émissions de papier-monnaie en France, mais il a eu lieu en 1920.

Avant la guerre, la hausse du taux de l'escompte était le suprême remède à la détérioration des changes. Aujourd'hui, elle fait partie de la politique de limitation de l'inflation, dont les grandes banques sont spécialement chargées.

La hausse du taux de l'escompte ne peut avoir d'action sur les changes qu'à la condition qu'il y ait libre communication entre les différents marchés monétaires. Or, actuellement, la loi sur l'exportation des capitaux est toujours en vigueur. En outre, l'élévation du taux de l'escompte de la banque d'émission ne peut produire d'effet qu'à la condition que le taux du marché tout entier s'élève pendant le même temps.

Pas plus aujourd'hui que pendant la guerre, les banques d'émission ne déterminent à elles seules le taux d'intérêt des capitaux à court terme sur le marché. C'est encore le gouvernement, par l'émission de ses bons du Trésor, qui détermine le taux véritable de l'intérêt à court terme. En 1919, l'élévation du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre a été immédiatement suivie par une hausse du taux de l'intérêt des bons du Trésor britannique. La masse des capitaux est telle que l'action sur le cours du change de l'élévation du taux d'escompte

de la Banque d'Angleterre a été nulle, alors qu'elle aurait dû entraîner à ce moment une élévation du change anglais. Or, ce dernier n'a cessé de baisser à New-York jusqu'en mars 1920.

Pourquoi y a-t-il eu hausse des taux d'escompte en 1919-1920 dans la plupart des Etats? En Amérique, la situation monétaire, sans être mauvaise en 1917, n'était pas bonne. Le taux d'escompte du papier commercial de premier ordre était de $5 \frac{1}{8} \%$. A ce taux, une crise était possible. L'intervention de l'Etat sauva la situation, mais en 1919, l'activité des affaires et surtout la hausse des prix appauvrirent les réserves monétaires. Leur épuisement se marqua par la hausse du taux de l'escompte. Le 27 décembre 1919, le taux du papier de premier ordre à 3 mois était $5 \frac{7}{8} \%$. En 1920, le 17 avril, il est à $6 \frac{7}{8} \%$, à 7% le 15 mai, à $7 \frac{3}{4} \%$ le 5 juin et à 8% le 24 juillet. Au Japon, le taux de 6.57% à fin juin 1919 atteignit 8.03 en mars 1920. Dans ces deux Etats à monnaie saine, la hausse du taux de l'escompte est normale. C'est une des étapes de toute crise monétaire et la crise y fut causée par le mauvais fonctionnement du mécanisme monétaire, la mauvaise répartition des capitaux.

En Angleterre, comme en France, la hausse eut d'autres raisons, car l'abondance des capitaux et le cours forcé des billets atténuèrent les répercussions de la hausse du taux de l'escompte au Japon et aux Etats-Unis. Cependant, l'une comme l'autre, elles ont connu la crise par répercussion.

La reprise des escomptes commerciaux, des spéculations, ont impliqué pour les banques d'émission la possibilité d'avoir à faire face à des demandes de billets de la part du commerce, en sus de la demande gouvernementale. L'élévation du taux de l'escompte semble avoir

eu uniquement pour but d'éviter une trop grande demande commerciale. En effet, la hausse du taux de l'escompte, remède à l'inflation, causée par avances consenties au commerce et à l'industrie, est inapplicable à celle causée par avances à l'Etat. Elle ne pourrait amener liquidation de la situation. En fin 1919, le marché anglais fut dominé par la demande de l'Etat, dont les besoins sont fonction de l'insuffisance de ses recettes. La tension qui en est résultée s'est témoignée par le mouvement du taux de l'escompte de 5 à 6. En avril 1920, le gouvernement anglais s'est vu demander le remboursement de £ 63 millions de bons du Trésor arrivé à l'échéance, et dont le renouvellement ne s'était pas fait. Ayant besoin d'argent, le gouvernement anglais s'est adressé à la Banque d'Angleterre à laquelle il a emprunté à court terme cette somme par le procédé ordinaire des voies et moyens. (Cet emprunt avait été précédé dans les mois antérieurs par un remboursement de toutes les avances demandées par le gouvernement anglais à la Bank of England pendant la guerre.) Cette demande fut la cause immédiate de la dernière élévation du taux de l'escompte, qui fut porté à 7 %. Ces hausses successives ont donc un caractère spécial. Obligée de prêter à l'Etat, la Banque d'émission doit continuer l'inflation ou restreindre les demandes de crédit qui lui proviennent de l'industrie et du commerce. Ce sont des tentatives, pour maintenir les crédits dans des limites restreintes et pour empêcher par suite une hausse nouvelle des prix. Ces hausses du taux de l'escompte ont été suivies par des hausses du taux de l'intérêt des dépôts en banque, afin de retenir ces dépôts. Et, par la hausse du taux de l'intérêt des bons du Trésor (de 4 1/2 à 6 1/2 %). A l'inverse des Etats-Unis, où l'élévation du taux d'escompte des

Federal Reserve Banks provoquée par la crise monétaire de fin 1919, détermina un fléchissement des devises étrangères par rapport au dollar, la hausse du taux de la Banque d'Angleterre, en 1920, n'a pas été faite pour attirer les capitaux. Elle fut causée par l'énorme demande de crédit privé de la part du commerce en présence d'une demande d'Etat constante. Si nous examinons les bilans des banques, nous constatons qu'il n'y a pas eu à proprement parler de restriction de crédit, puisque le montant total des escomptes et avances pour les cinq grandes banques de dépôt anglaises a passé de £ 926 millions en 1919 à £ 1049 en 1920. Il n'y a eu que limitation de l'expansion du crédit. La hausse du taux de l'escompte fut un des moyens de la politique de déflation, tout comme les lourdes impositions.

En France, la hausse du 8 avril 1920 est due à des causes à peu près identiques. En 1919, après une longue résistance, le Conseil général de la Banque de France avait accordé une avance exceptionnelle de 3 milliards (24 avril 1919) à la condition qu'elle soit remboursée sur le montant du plus prochain emprunt. Celui-ci eut lieu en mars 1920 (5 % amortissable) et il apparut nettement que l'Etat serait incapable d'exécuter sa promesse. En outre, les présentations à l'escompte se faisant plus nombreuses et pour une valeur de plus en plus grande par suite de la hausse des prix; la hausse du loyer de l'argent à l'étranger devenant plus marquée, amenèrent le Conseil général à porter à 6 % le taux de l'escompte et à 6.50 % celui des avances sur titres. Mais, comme le constate le rapport aux actionnaires de la Banque de France pour l'année 1920 : « Quelle qu'ait été l'influence de la crise, nous avons pu ne repousser aucune demande de crédit. Nous avons accueilli par la

voie du réescompte ou de l'escompte direct tout le papier dont la création répondait aux besoins légitimes du commerce et de la production. L'importance des crédits ainsi accordés est attestée par le développement même de nos escomptes et de nos avances sur titres. En un an, notre portefeuille commercial s'est accru de près de 2 milliards passant de 1,268 millions le 24 décembre 1919 à 3,276 millions à la fin du dernier exercice. Le solde de nos avances sur titres s'est élevé parallèlement et dans le même temps de 1,451 à 2,205. » La loi du 5 mars 1919 ayant retiré au gouvernement le pouvoir de fixer par décret en Conseil d'Etat la limite d'émission des billets, la loi du 17 juillet 1919 fixa à 40 milliards le maximum de l'émission. Le 14 avril 1920, le gouvernement, ayant absorbé le produit de l'emprunt 5 % amortissable prorogea la convention du 24 avril 1919 (prorogation ratifiée par loi 22 avril 1920). Le montant de la circulation ayant atteint 37,797 millions à fin juin, la loi du 31 juillet 1920 (art. 74) a décidé que, pendant l'absence des chambres en 1920, la limite maximum de l'émission pourrait être élevée jusqu'à 43 milliards pour les besoins du commerce et de l'industrie. Par décret, le 28 septembre 1920, le gouvernement le portait à 41 milliards.

Le maximum de la circulation fut atteint le 4 novembre avec 39,646 millions et celui des escomptes le 3 novembre avec 3,660,100,000, pour un minimum de 1,617,200,000 le 7 janvier.

III. Quelle est maintenant la situation du marché de l'escompte? La diminution de la dette de l'Etat envers la Banque a restitué à notre institut d'émission l'élasticité nécessaire pour pouvoir faire face à tous les besoins du crédit industriel et commercial. Tandis que la limite

de l'émission est restée fixée à 41 milliards, le maximum des avances à l'Etat a été abaissé de 27 à 25 puis à 24 milliards. Mais, malheureusement, les avances causées par l'escompte de bons pour avances aux gouvernements étrangers sont croissantes :

3,980 millions le 30 décembre 1920 — 4,141 millions le 22 décembre 1921.

Dès que la liquidation de la crise de 1920 fut marquée par l'abaissement des taux d'escompte à New-York et à Londres (le 28 juillet 1921), la Banque de France a ramené le taux de son escompte de 6 à 5 1/2 %. Cette mesure a provoqué un accroissement des présentations à l'escompte et, en 1922, les disponibilités du marché le permettant, le taux d'escompte fut ramené à 5 % (11 mars 1922).

Si la Banque de France est encore dans sa situation de banque de guerre, les banques de dépôts tendent à revenir à leur rôle de 1913.

Au début du conflit, le moratorium des effets de commerce eut pour conséquence de rendre très difficile aux banques le remboursement de leurs dépôts. En effet, la Banque de France, après avoir réescompté en grande partie leurs portefeuilles, a été obligée de réserver au gouvernement une partie de ses avances et de limiter son crédit aux banques. Comme les demandes de remboursement étaient toujours aussi fortes, un moratorium des dépôts en banque s'imposait. Il leur permit de rembourser dans une proportion très faible les fonds reçus en dépôt. Mais il en est résulté une double réaction, d'une part les déposants préférèrent ne pas rapporter leurs dépôts et les banques, s'étant aperçues que la Banque de France ne réescomptait pas indéfiniment, ont décidé d'assurer elles-mêmes leur liquidité. Ces réactions appa-

raissent nettement dans les bilans. Si nous considérons les quatre principales sociétés de crédit, nous constatons : Les dépôts, qui s'élevaient à 5,500 millions au 30 juin 1914, tombèrent à 3,708 millions au 31 décembre. Ils sont stationnaires en 1915 puis remontent à 4,200 millions en fin 1916. En 1917, ils se relèvent et, à partir de 1918, il y a 8 milliards de dépôt, malgré une souscription de plus en plus forte du public aux bons de la Défense nationale.

Le portefeuille des banques de dépôt, après avoir subi une forte diminution en 1914, ne s'est relevé que lentement, mais a conservé un caractère commercial. Quant à l'encaisse, elle a été de plus en plus forte afin d'assurer aux banques leur sécurité. Cette préoccupation se traduit également par une diminution des avances sur titres et sur garanties et reports. Cependant, les comptes débiteurs ont dépassé dès 1917, dans les banques secondaires, les chiffres de 1913, tandis que, dans les quatre grandes sociétés de crédit, ce dépassement ne se constate que depuis 1918, ce qui semble indiquer une reprise moins tardive de leur fonction de crédit. De même pour les comptes créditeurs, il y a dépassement dès 1916 pour les petites banques et seulement à partir du milieu de 1917 pour les grandes.

Cette constatation est curieuse, car elle montre la période de mars à juillet 1918, la plus tragique de la guerre, comme celle de l'accroissement continu des dépôts en banques. Celles-ci prévoyant la possibilité de demandes de retraits renforcèrent leur encaisse.

Depuis l'armistice, l'activité des sociétés françaises de crédit a repris. Les dépôts à vue ont doublé dans les quatre grandes banques et ont presque triplé dans les banques secondaires en 1919-20. On remarque cependant,

que tandis qu'en 1913, au Crédit Lyonnais, il y avait 2 milliards 190 millions de comptes créditeurs à vue, en 1919, pour le même établissement, il y a 4,227 millions, l'accroissement ne correspond donc pas à la dépréciation de l'unité monétaire. En ce qui concerne le mouvement des dépôts à terme, qui constituent vraiment le type de l'épargne pouvant être consacrée à la production et alimentant le marché financier, malgré la dépréciation monétaire, il y a eu diminution. Au Crédit Lyonnais, pour 33 millions en 1913, nous trouvons 37.6 en 1919.

Récapitulatif des principaux postes des bilans des quatre grandes sociétés de crédit :

	30 juin 1914	31 déc. 1918	31 déc. 1920	31 déc. 1921	31 déc. 1922
	—	—	—	—	—
Espèces en caisse et dans les banques.	617	886	1576	1303	1551
Portefeuille commercial et Bd. N.	3542	4815	9318	10345	10992
Dépôts à vue	5455	6748	13286	13353	14116
Comptes débiteurs . .	1631	1581	3126	2401	2180
Dépôts à terme . . .	380	318	318	302	234

L'examen de ce tableau montre l'accroissement continu de l'encaisse, du portefeuille, des dépôts à vue. Il faut noter que la composition du portefeuille, selon les données des comptes rendus annuels des banques se modifie et comprend une proportion plus grande d'effets de commerce. Il y a donc retour graduel aux habitudes de tirage et d'escompte du papier commercial d'avant 1914.

Quant à la demande de l'Etat, elle est à peu près stationnaire. Au 28 juin 1923, le montant des avances de la Banque de France était de 23,100 millions (lois de

1914 à 1920) et de 4,467 millions (bons escomptés pour avances aux gouvernements étrangers) pour une circulation de 36,689,303,865 francs de billets. L'encaisse-or étant de 5,537,7 millions, il y a donc une circulation productive de 3 milliards 1/2.

Les rapports de la Commission des Finances du Sénat, établis lors de la discussion du budget de 1923 indiquent une circulation de 53,229,285,000 francs de bons de la Défense nationale, montrant ainsi la grande influence de l'Etat sur le marché monétaire.

En résumé, nous pouvons dire que le marché de l'escompte est encore dominé par la demande de l'Etat. C'est le taux d'intérêt du Bon de la Défense qui détermine le taux de l'escompte, ce dernier ne pouvant lui être inférieur ainsi que nous l'avons démontré. Le Bon de la Défense concurrence l'effet de commerce dans le portefeuille des banques et est le grand mode d'emploi de l'épargne réserve, avec la spéculation sur marchandises, sur les valeurs, sur le change. Cependant, la diminution faible et lente des avances de la Banque de France à l'Etat a redonné au marché une certaine aisance, sans courir le risque de l'accroissement de l'inflation. La stabilité des dépôts à vue dans les banques de dépôt, témoigne aussi une certaine aisance; quant à l'absorption par le marché financier d'une émission continuelle de valeurs mobilières, elle est l'indice d'une puissance d'épargne, bien qu'ayant tari l'alimentation des dépôts à terme en banque et, par suite, portant préjudice au crédit industriel et commercial.

Les marchés monétaires sont toujours nationalisés, la masse des capitaux est telle que, à l'intérieur de chacun d'eux, le taux d'escompte a une influence pour ainsi dire nulle et que, dans les rapports internationaux, il est sans

effet. Les changes n'ayant plus de limites dans leurs variations, il ne peut plus jouer son rôle de correctif. Le marché à Londres, qui tend à reprendre le rôle de marché monétaire international a, par suite du déséquilibre économique mondial, une vie monotone, qu'explique d'ailleurs la stagnation persistante des affaires.

L'Allemagne offre un exemple caractéristique de la hausse du taux de l'escompte dans un pays à inflation rapide. Plus la monnaie se déprécie, plus l'escompte augmente, car la Banque cherche à toucher au jour de l'échéance une valeur sensiblement égale à celle qu'elle remet le jour de l'escompte. Fin juillet 1922, le taux de la Reichsbank qui était à 5 % depuis 8 ans, fut porté à 7 %. En fin 1922, il était à 10 % et, successivement, par suite de demandes d'escompte toujours plus considérables et de la baisse continuelle du mark, il est passé à 12 % et à 18 % (avril 1923). En Pologne et en Hongrie, par suite de la dépréciation de l'unité monétaire, le taux de l'escompte est monté respectivement de 5 à 12 % et de 4 à 12 %.

Ces exemples exceptés et malgré l'indépendance des marchés monétaires depuis la guerre, nous assistons depuis le début de l'année 1923 à une certaine contraction. La solidarité internationale reprend peu à peu ses droits. Les taux d'escompte des principales banques d'émission se sont élevés. A New-York, le taux d'escompte de la Banque de réserve fédérale a été porté de 4 à 4 1/2 % le 21 février. Le 1^{er} mai, les banques de Danemark, Norvège et Portugal de 5 à 6 %. Les Indes qui, dès le 11 janvier, avaient vu leur taux passer à 8 %, ont eu, 26 mai, 7 %, 31 mai 6 %, 7 juin 5 % et 28 juin 4 %. En France, les fluctuations du taux du loyer de l'argent n'ont eu d'influence que sur le taux d'intérêt des

Bons de la Défense qui, le 19 février 1923, a été ramené à ce qu'il était le 11 mars 1922. A Londres, la hausse du taux de l'escompte n'a eu lieu que le 5 juillet. Par suite de la réduction de la demande de l'Etat et des faibles présentations commerciales, elle ne fut pas nécessaire en février lors de la hausse aux Etats-Unis. Mais, si le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre est resté immobile, cela ne signifie pas que le loyer de l'argent fut sans changement, les fluctuations qu'il a subi ont été étroites, ce qui est attesté par les conditions auxquelles le gouvernement a pu placer hebdomadairement ses bons et obligations du Trésor. L'élévation de 3 à 4 % a été le résultat indirect du paiement effectué le 1^{er} juin des intérêts de l'emprunt de guerre (£ 50 millions). Les dispositions du Trésor et de la Banque, bien que sérieuses, n'ont pu empêcher une réduction plus forte qu'ils ne le pensaient des disponibilités du marché.

Nous sommes arrivés au terme de cette étude. Elle nous a fait considérer les phénomènes économiques d'interdépendance et pénétrer dans la réalité qui offre le plus souvent un grand enchevêtrement. Pour bien la comprendre, nous avons dû simplifier les faits, les isoler, donc passer dans le domaine de la théorie. Mais cette théorie n'est qu'un moyen, car elle nous a permis d'extraire de faits constatés des principes simples qui animent la complexité des phénomènes économiques. Elle est l'application de cette pensée de Claude Bernard « La méthode expérimentale, considérée en elle-même, n'est rien autre chose qu'un raisonnement à l'aide duquel nous

soumettons méthodiquement nos idées à l'expérience des faits. »

Nous avons vu les relations entre l'émission des billets de banque, les prix, le cours du change, le taux de l'escompte et le taux de l'intérêt, l'intercommunication des marchés monétaires. La guerre a amené un profond désordre, a faussé le mécanisme économique, a provoqué l'isolement de chaque marché. Un marché monétaire ne peut se concevoir isolément, les relations commencent à se renouer, difficilement certes, mais il existe des liens, notamment entre les ex-puissances alliées et associées, et les relations privées en créent de nouveaux. Il est à souhaiter que le monde, par la stabilisation interne des prix, et celle des monnaies à l'extérieur, arrive à rétablir la circulation de l'or entre les différents pays.

C'est par le développement de la production, par la discipline de la consommation que se fera l'ajustement. Déjà l'équilibre commence à se rétablir entre les diverses branches de la production. Il n'y a plus un écart formidable entre les diverses catégories — comme en avril 1920 où les indices s'étagaient entre 474 et 1115, pour un indice moyen de 679. Le désordre monétaire tendra vers sa solution le jour où la circulation des billets ne correspondra plus à une dette de l'État, mais sera gagée par des produits. A ce moment, le taux de l'escompte reprendra son influence et ne sera plus simplement un avertissement au commerce, un des moyens de la politique de lutte contre l'inflation.

La convention du 28 décembre 1920 ratifiée par la loi du 31 décembre 1920 a pour but de provoquer ce retour à une saine monnaie. Elle est plus qu'un engagement envers la banque, c'est un engagement envers le pays qui n'a accepté le cours forcé qu'avec l'espérance

qu'un jour, contre les billets, il recevrait de l'or. « L'Etat doit être honnête homme », ainsi que disait Thiers; il faut qu'il exécute ses engagements. Plus il se libérera envers la Banque de France, plus grandes seront les possibilités du concours que celle-ci pourra donner à l'industrie et au commerce par la voie de l'escompte et des avances. Le billet de banque, instrument de guerre, doit faire place au billet certificat d'or ou au billet issu d'une opération d'escompte.

Vu, le Doyen :
Berthelemy.

Vu, le Président de la thèse :
Germain-Martin.

Vu et permis d'imprimer,
le Recteur de l'Académie de Paris :
APPELL.

BANQUE DE FRANCE

VARIATIONS DU TAUX DE L'ESCOMPTE

An VIII	2 Ventôse	6 %				7 %
1806	14 novembre	5			30 jours	
1807	5 août	4				8 %
1814	27 janvier	5	1857	26 novembre	60 —	
—	21 juillet	4				9 %
1815	17 août	5			90 —	
1819	6 mai	4				6 %
		30 jours			30 jours	
—	—	5				7 %
		31 à 90 jours	—	5 décembre	60 —	
1820	13 janvier	4				8 %
1847	14 —	5			90 —	
—	27 décembre	4	—	17 —		6
1852	3 mars	3	—	29 —		5
1853	6 octobre	4	1858	6 février		4 1/2
1854	19 janvier	5	—	18 —		4
—	11 mai	4	—	10 juin		3 1/2
1855	4 octobre	5	—	23 septembre		3
	Echéances réduites à 75 jours		1859	3 mai		4
—	18 —	6	—	4 août		3 1/2
1856	14 février	6	1860	12 novembre		4 1/2
	Echéances reportées à 90 jours		1861	2 janvier		5 1/2
—	31 mars	5	—	8 —		7
—	25 septembre	6	—	14 mars		6
—	5 octobre	6	—	31 —		5
	Echéances réduites à 60 jours		—	26 septembre		5 1/2
—	24 décembre	6	—	1 ^{er} octobre		6
	Echéances reportées à 75 jours		—	21 novembre		5
1857	26 février	6	1862	21 janvier		4 1/2
	Echéances reportées à 90 jours		—	6 février		4
1857	25 juin	5 1/2	—	27 mars		3 1/2
—	12 octobre	6 1/2	—	26 novembre		4
—	20 —	7 1/2	1863	15 janvier		5
		8 %	—	12 mars		4 1/2
		30 jours	—	26 —		4
1857	10 novembre	9 %	—	7 mai		3 1/2
		60 —	—	11 juin		4
		10 %	—	8 octobre		5
		90 —	—	6 novembre		6
			—	12 —		7

1864	24 mars	6	1878	16 octobre	3
—	6 mai	7	1879	23 mai	2
—	9 —	8	—	23 octobre	3
—	20 —	7	1880	1 ^{er} avril	2 ½
—	26 —	6	—	14 octobre	3 ½
—	9 septembre	7	1881	25 août	4
—	13 octobre	8	—	20 octobre	5
—	3 novembre	7	1882	23 février	4 ½
—	24 —	6	—	2 mars	4
—	8 décembre	5	—	23 —	3 ½
—	22 —	4 ½	1883	22 février	3
1865	9 février	4	1888	16 —	2 ½
—	9 mars	3 ½	—	13 septembre	3 ½
—	1 ^{er} juin	3	—	4 octobre	4 ½
—	5 octobre	4	1889	10 janvier	4
—	9 —	5	—	24 —	3 ½
—	23 novembre	4	—	7 février	3
1866	4 janvier	5	1892	19 mai	2 ½
—	15 février	4 ½	1895	14 mars	2
—	22 —	4	1898	20 octobre	3
—	22 mars	3 ½	1899	7 décembre	3 ½
—	11 mai	4	—	21 —	4 ½
—	26 juillet	3 ½	1900	11 janvier	4
—	30 août	3	—	25 —	3 ½
1867	31 mai	2 ½	—	25 mai	3
1870	18 juillet	3 ½	1907	21 mars	3 ½
—	21 —	4	—	8 novembre	4
—	30 —	5	1908	10 janvier	3 ½
—	9 août	6	—	23 —	3
1871	20 juillet	5	1911	22 septembre	3 ½
—	3 novembre	6	1912	17 mai	3
1872	27 février	5	—	18 octobre	3 ½
1873	14 octobre	6	—	1 ^{er} novembre	4
—	8 novembre	7	1914	30 janvier	3 ½
—	20 —	6	—	31 juillet	4 ½
—	27 —	5	—	2 août	6
1874	5 mars	4 ½	—	21 —	5
—	4 juin	4	1920	9 avril	6
1876	26 mai	3	1921	29 juillet	5 ½
1877	5 avril	2	1922	13 mars	5

BIBLIOGRAPHIE

1° Ouvrages généraux.

- Ansiaux, « Principes de la politique régulatrice des changes ». — Paris, Rivière, 1910.
- Arnauné, « Monnaie, Crédit, Change ». — Paris, Alcan, 1922.
- Courcelle Seneuil, « Les Opérations de banque ». — Paris, Guillaumin, 1899.
- Decamps, « Les Changes étrangers ». — Paris, Alcan, 1922.
- Juglar, « Des crises commerciales et de leur retour périodique. — Paris, Guillaumin, 1905.
- Goschen, « Théorie des Changes étrangers ». — Paris, Guillaumin, 1896.
- Paul Loubet, « La Banque de France et l'Escompte ». — Paris, 1900.

2° Notes et Revues.

L'Economiste Français — L'Economiste Européen — Le actionnaires de la Banque de France — Journal des Economis-
Moniteur des Intérêts Matériels — Rapports des assemblées des
tes — Revue économique internationale — Conférences faites
par M. Decamps en 1921 aux officiers stagiaires de l'inten-
dance — Communications de M. Decamps à la Société d'Eco-
nomie politique : Stabilisation des Changes, la Crise du Chan-
ge et le Commerce extérieur, les changes pendant la guerre —
Articles de M. Decamps dans la « Revue de Paris » et dans
la « France économique et financière » — Conférence de
M. Decamps aux officiers du G. M. P. en 1923 — Comptes
rendus de la Semaine de la Monnaie.

Impr. des Anc. Etabl. Aug. Puvrez
44, Rue de l'Hôpital, Bruxelles —

